

白云机场(600004.SH)买入(维持评级)

公司深度研究

市场价格(人民币): 14.46元
 目标价格(人民币): 19.00-19.00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)	29,922.37
年内股价最高最低(元)	18.47/9.57
沪深300指数	4057.23
上证指数	3244.81

**相关报告**

- 1.《成本增速上行，非航新协议贡献主要营收增量-白云机场Q3业绩点评...》，2018.10.30
- 2.《T2投产成本阶梯式上升，看好非航成长-2018-08-19...》，2018.8.19
- 3.《广告业务统一模式，枢纽机场非航逻辑强化-2018-08-0...》，2018.8.2
- 4.《T2投产在即，运能升级瓶颈打开-白云机场公司点评》，2018.4.22

黄凡洋 分析师SAC执业编号: S1130519020004
 (8621)61038274
 huangfanyang@gjzq.com.cn

粤港澳门户，T2助力流量变现能力提升**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	0.543	0.447	0.583
每股净资产(元)	9.36	7.25	7.74	8.04	8.44
每股经营性现金流(元)	1.70	1.04	1.46	0.86	0.87
市盈率(倍)	11.63	19.06	26.61	32.37	24.82
净利润增长率(%)	11.23%	14.49%	-29.54%	-17.79%	30.45%
净资产收益率(%)	12.95%	10.63%	7.02%	5.56%	6.90%
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

投资逻辑

- **白云机场迎来流量发展黄金期:** 流量以及它的结构始终是机场的发展基础，我们认为白云机场处于流量发展的黄金窗口期，国际枢纽作用将越发凸显。首先，粤港澳湾区整体的航空需求仍然存在空间，处于享受增量红利的阶段；第二，粤港澳机场间的流量争夺中，白云具有产能及定位等优势，将有效吸引粤港澳湾区旅客；第三，基地公司南方航空的国际化战略，将不断推动白云国际线占比提升，并且南航退出天合联盟，积极与欧美优秀航司合作，期望将加强白云欧美航线，均衡国际航线结构。T2航站楼投产后，白云机场产能无忧，进入放量周期，流量提升预计平稳而持久。
- **T2投产推动流量变现能力显著提升:** T2投产前，白云空有领先的流量背景，却无从充分发挥。T2航站楼更为直接的帮助，在于提升白云的流量变现能力。T2投产前白云的免税业务发展明显落后，因为T1航站楼产能太过饱和，免税面积不足，导致业务受限，免税商供货意愿不强，品类残缺，旅客免税购买意愿极低，使得人均销售额无法与浦东和首都机场相比。T2投产，随着免税商业面积大幅扩大，并由中免专业化经营，叠加放量期间国际旅客快速增长，看好免税业务带来的业绩增量。另外T2的投产还将驱动广告和商业业务发展，白云非航业务将成为公司业绩新引擎。
- **T2航站楼为提高管理效率提供契机:** 白云机场费用率一直被市场诟病，另外白云由于商业、广告等自营项目较多，导致机场员工人数与其他机场相比明显偏高，经营管理效率有待提高。T2投产后，公司抓住变革机遇，及时将航空延伸业务改为外包模式，预计将有效节省此部分业务成本，提高经营效率和服务水平，相应的销售与管理费用也将继续降低，费用率向上海和深圳等机场靠近。

投资建议

- 白云机场处于流量发展的黄金窗口期，T2投产后，产能瓶颈打开，航空业务放量，国际线迎来高速增长，推动白云机场流量变现能力提高。虽然由于T2投产刚性成本阶梯式上升，以及民航发展基金返还取消，导致18-19年公司业绩下滑，但业绩低点已至，产能利用率的提升驱动盈利能力及ROE重新爬升，将快速消化产能放量初期较高的PE估值，同时EV/EBITDA估值存在修复空间。预测公司18-20年EPS为0.54/0.45/0.58元，对应PE分别为27/32/25倍，DCF估值416亿，仍存在约40%的空间。给予“买入”评级，目标价19.0元，经过19年业绩最低点后，对应2020年PE33X。

风险

- 免税销售不及预期；关联交易风险；时刻增长不及预期；突发性事件影响。

内容目录

1. 前言：T2 推动白云发展进入新阶段	4
2. 流量是白云机场的经济基础	5
2.1 粤港澳湾区是一块还在扩大的“蛋糕”	5
2.2 白云优势明显，无惧竞争	6
2.3 服务基地航司，实现共赢	10
2.4 产能无忧，放量有度	13
3. T2 投产，推动流量变现能力显著提升	14
3.1 免税存在明显短板，T2 投产有望推动免税步入正轨	14
3.3 改变广告经营模式，盈利能力有望改善	19
3.4 商业规划清晰，主题突出，非航收入锦上添花	20
4. T2 航站楼为提高管理效率提供契机	21
4.1 管理层换届后，费用率逐年下降	21
4.2 子公司员工较多，外包经营或改善效率	22
5. 盈利预测与估值	23
6. 投资建议	26
7. 风险提示	26

图表目录

图表 1：白云机场与上海机场市值差距	4
图表 2：T2 投产前白云机场产能过于饱和	4
图表 3：粤港澳与全球三大湾区数据对比	6
图表 4：香港机场客流量结构	7
图表 5：香港机场飞机起降架次增速放缓	7
图表 6：香港机场旅客吞吐量增速下滑	7
图表 7：香港机场三跑道系统建造工程示意图	8
图表 8：白云机场珠三角市场份额不断提升	8
图表 9：白云机场跑道资源存在较大空间	8
图表 10：周边机场处于产能建设期	8
图表 11：机场分类目录调整变化	9
图表 12：广东城际铁路网“十三五”规划示意图	9
图表 13：广州飞洛杉矶与香港飞洛杉矶票价对比（6月1日）	10
图表 14：广州飞北京与深圳飞北京票价对比（6月1日）	10
图表 15：白云机场竞争格局有利于南航发展	10
图表 16：国际通航点占比逐步提高	10
图表 17：南航国际线运力投入占比持续提升	11
图表 18：白云机场国际线旅客占比提高	11
图表 19：白云机场国际及地区航线结构	11

图表 20: 浦东机场国际及地区航线结构.....	11
图表 21: 19 年夏秋航季国际线主要增量为亚洲等近程航线（座位数）	12
图表 22: 三大航空联盟概况.....	13
图表 23: 白云机场 2019 夏秋时刻增速一线机场领先.....	13
图表 24: 白云机场 2019 夏秋开始放量.....	13
图表 25: 大兴投产后北京市场航班量变化（架次/日）	14
图表 26: 近期新增大型产能	14
图表 27: 白云机场免税业务发展明显落后	15
图表 28: 新一轮免税协议对应坪效.....	15
图表 29: 白云机场 2019 年免税收入测算（百万元）	16
图表 30: 白云机场 2020 年免税收入测算（百万元）	16
图表 31: 六大免税政策	17
图表 32: 我国旅游消费海内外差额激发抑制资金的外流需求.....	17
图表 33: 不同购物方式的税收优惠政策.....	18
图表 34: 中国免税规模增速稳健	18
图表 35: 免税店是中国消费者购买奢侈品的重要途径.....	18
图表 36: 市内免税、机场免税优劣势	19
图表 37: 白云机场广告业务毛利率偏低.....	20
图表 38: T2+GTC 广告收入构成（提成比例 10%）	20
图表 39: T1 广告收入构成（提成比例 10%）	20
图表 40: 白云机场 T2 商业招商汇总.....	21
图表 41: 白云机场销售费用和管理费用率合计逐步降低.....	22
图表 42: 白云机场子公司员工人数较多.....	22
图表 43: 白云机场外包业务对比	22
图表 44: T2 航站楼新增折旧下限.....	23
图表 45: T2 航站楼新增折旧上限.....	23
图表 46: T2 新增人工成本测算	23
图表 47: 白云机场流量预测	24
图表 48: 白云机场营收与成本预测.....	24
图表 49: 盈利预测汇总	25
图表 50: 白云机场历史估值 22 倍	25
图表 51: 白云机场 EV/EBITDA 相对较低	25
图表 52: DCF 估值参数	26
图表 53: DCF 估值计算过程	26

1. 前言：T2 推动白云发展进入新阶段

- 盈利增长平稳的防御板块是市场对于机场的传统认知。

但 2017 年初由于白云机场进境免税店协议招标结果超预期，2017 年至 2018 年上半年成为市场重新认识枢纽机场商业潜力的阶段，估值水平不断提升。作为我国国内主要枢纽机场的上海机场和白云机场，商业尤其是免税业务的潜力，给予了对他们充分的想象空间。

复盘 2017 年，虽然白云机场的入境免税新协议更早落地，但上海机场凭借更高的国际线旅客流量和占比，市值水平反而进一步拉开了与白云机场的差距。

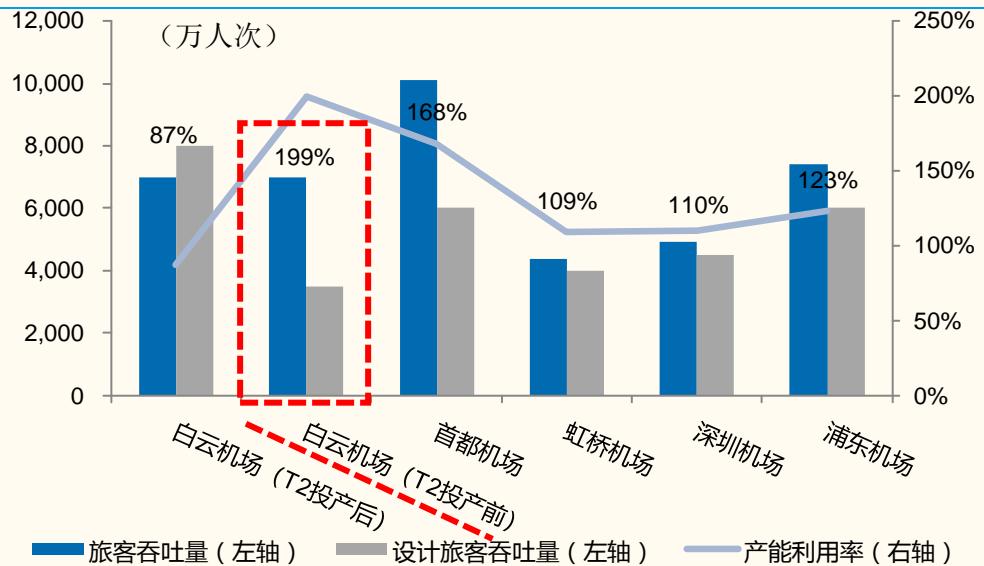
图表 1：白云机场与上海机场市值差距



来源：Wind，国金证券研究所

- 白云之所以市值被上海机场拉大，我们认为，主要是因为白云机场 T1 航站楼产能过于饱和，导致流量增长的过程中，商业面积受限，势必延缓商业业务的开发，流量变现能力受到抑制。

图表 2：T2 投产前白云机场产能过于饱和



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2018年5月，白云T2航站楼投产，我们认为白云机场流量变现能力受到抑制的问题将逐步得到解决。白云机场作为国际枢纽机场，其流量增长将进入发展窗口期，在粤港澳湾区的整体推动下，白云机场具备流量竞争的优势，并且T2的投产，将带来变现能力的飞越，在免税、广告、商业租赁等业务增厚公司业绩。

现阶段，T2航站楼投产带来的成本阶梯式增长，以及民航发展基金取消带来的利空影响已经出尽，预计业绩将在2019Q1见底。进入放量阶段的白云机场，盈利能力现金流都将持续提升，市值或将进入追赶上海机场的阶段，逐步向国际顶尖成熟机场迈进。

2. 流量是白云机场的经济基础

- 本部分讨论的是白云机场的流量增长，我们认为白云机场迎来流量发展黄金期。

2.1 粤港澳湾区是一块还在扩大的“蛋糕”

- 2019年2月18日，中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》（下称《纲要》），将作为当前和今后一个时期指导粤港澳大湾区合作发展的纲领性文件，粤港澳大湾区的发展战略与前景再次得到确认。

像粤港澳如此庞大区域的发展，需要人口的流动，基础设施互联互通成为必要条件。《纲要》中，提出建设世界级机场群，期望通过健全的机场体系，为全球人才与资本带来便利，从而推动湾区的建设。与此同时，湾区的发展也将为机场带来更多流量，吸引具有各式期许的人们前往此地，参与并分享区域发展产生的红利。大湾区和机场群互相促进，我们通过对比已具成熟发展经验的世界其他三大湾区，判断粤港澳航空需求仍有约60%潜在空间。

所以，我们认为市场担心粤港澳湾区狭小区域大型机场众多，竞争激烈，但目前工作重点是如何做大做强区域整体民航需求的蛋糕，而非机场间的存量竞争。

- 我们将粤港澳湾区与世界成熟湾区作对比，测算航空需求空间。目前全球公认的三大湾区是纽约湾区、旧金山湾区和东京湾区，纽约以金融、旧金山以科技、东京以产业分别闻名于世，各大湾区凭借自身的优势，推动湾区经济发展，成为世界范围内重要的增长极。它们的成功离不开发达的国际交往网络，各自区域内成熟的国际机场功不可没。

航空需求与各湾区经济发展密切相关。从发展方向和代表产业来看，成熟湾区均以高新产业为主要产业，辅以金融、钢铁等产业，与粤港澳湾区具有较大可比性。主要机场方面，纽约湾区大型机场包括肯尼迪机场、纽瓦克机场和拉瓜迪亚机场；旧金山湾区包括旧金山国际机场、奥克兰国际机场及圣荷西国际机场；东京湾区包括成田机场和羽田机场。

与国际其他成熟湾区相比，粤港澳湾区人口6957万人，在四大湾区中最多，机场流量也明显高于其他湾区，2017年白云、香港、深圳三大机场旅客吞吐量已达1.85亿，若加上其他较小机场，旅客吞吐量约1.95亿人次。

从目前经济状况来看，粤港澳湾区第三产业比重（62.2%）和R&D占GDP比重（2.1%），相比其他三大湾区第三产业比重和R&D占GDP比重仍有差距，粤港澳湾区全球创新发展高地的目标仍有空间。

为计算粤港澳大湾区航空需求空间，我们对比了人均出行次数和人均GDP的关系。从经济体量来看，可以认为人均GDP越高，对于高新产业和贸易为主的地区来说，该地区对外交流更为频繁。

图3显示，三大湾区目前人均GDP6.31万美元，人均航空出行4.85次，计算可得三大湾区人均每出行一次，可创造人均GDP $6.31/4.85=1.30$ 万美元；目前粤港澳湾区人均GDP2.17万美元，人均出行2.80次，计算可得粤港澳湾区人均每出行一次，可创造人均GDP $2.17/2.80=0.78$ 万美元。粤港澳湾区民航带来的经济效益与三大成熟湾区仍有差距。

图表 3：粤港澳与全球三大湾区数据对比

指标	东京湾区	旧金山湾区	纽约湾区	三大湾区合计	粤港澳湾区
人口(万人)	3,400	715	2,340	6,455	6,957
GDP(万亿美元)	1.80	0.82	1.45	4.07	1.51
人口占全国比例	28%	2%	7%		5%
GDP占全国比例	40%	4%	9%		12%
人均GDP(万美元)	5.29	11.47	6.20	6.31	2.17
占地面积(万平方公里)	3.68	1.79	2.15	7.62	5.65
机场旅客吞吐量(亿人次)	1.12	0.71	1.30	3.13	1.95
人均航空出行(人/次)	3.29	9.93	5.56	4.85	2.80
第三产业比重(%)	82.3	82.8	89.4		62.2
R&D占GDP的比重	3.70%	2.80%	2.80%		2.10%
全球金融中心指数(GFCI)	东京(5)	旧金山(6)	纽约(2)		香港、深圳、广州(4, 22, 37)
代表产业	先进制造业、钢铁、物流	电子、互联网和生物	金融、房地产、医疗、航运和计算机		金融、制造业、高新技术
起家产业	制造业创新	贸易、科技创新	港口贸易		对外贸易
发展方向	日本核心临港工业带	全球高新科技研发中心	世界金融核心中枢		全球创新发展高地

来源：中国（深圳）综合开发研究院，Wind，国家统计局，CEIC，GFCI 21，国金证券研究所

- 测算需求过程中，我们假设粤港澳大湾区人均GDP逼近三大湾区，达到6.31万美元，并且航空所带来的经济效益与三大湾区相同，即同样需要人均航空出行达到4.85次。假设粤港澳湾区人口数不变，航空出行需求将达到 $4.85 \times 6957 / 10000 = 3.38$ 亿人次，还有 $3.38 / 1.95 - 1 = 73\%$ 的空间。

另外一种情形，考虑到粤港澳湾区第三产业比重和R&D占GDP比重虽有提升空间，但与三大湾区相比依旧较低，未来民航带来的经济效益，按人均每出行一次可创造人均GDP相比，将低于三大湾区，假设为1.0万美元；并且三大湾区呈现人均GDP与总人口数反比的特点，粤港澳湾区总人口明显超过三大湾区，所以人均GDP或将稍打折扣，假设人均GDP达到三大湾区80%，即约5.0万美元，则需要人均航空出行达到 $5.0 / 1.0 = 5.0$ 次，航空出行需求将达到 $5.0 \times 6957 / 10000 = 3.48$ 亿人次，还有 $3.48 / 1.95 - 1 = 78\%$ 的空间。

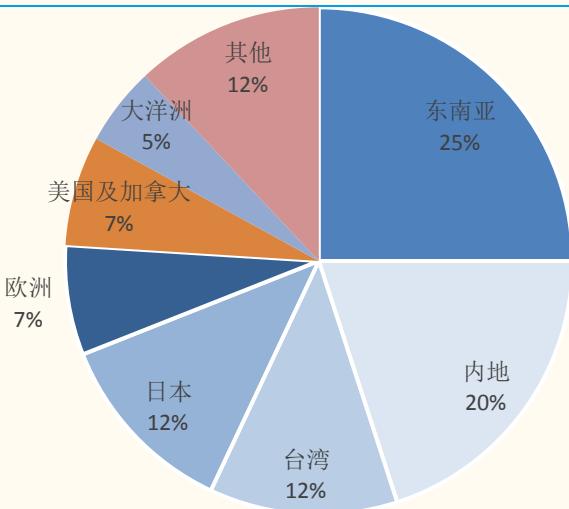
由于粤港澳湾区数据取自2017年，2018年粤港澳湾区航空吞吐量增速按10%计算，则站在2019年的目前时点，粤港澳湾区航空需求尚有约 $3.38 / 1.95 / 1.1 - 1 = 58\%$ 空间。

- 通过计算对比，粤港澳湾区航空需求潜力充足。通过提高经营效率和服务水平做大做强粤港澳湾区“航空出行蛋糕”，是粤港澳湾区机场的工作重点。

2.2 白云优势明显，无惧竞争

- 粤港澳湾区枢纽机场密度较高，培育增量的过程中，彼此的竞争在所难免，主要来自于香港与深圳机场。我们认为白云在产能周期与定位中具有优势，有机会抓住中期T2航站楼放量期，实现快速发展。
- 香港机场是行业领先的国际枢纽。香港国际机场自1998年在赤鱲角启用以来，一直跻身全球最繁忙机场之列，推动支柱产业包括金融、贸易、物流和旅游的发展。航线结构中，中国内地航线旅客量占比仅20%，满足了腹地旅客大量世界各地的航空出行需求。

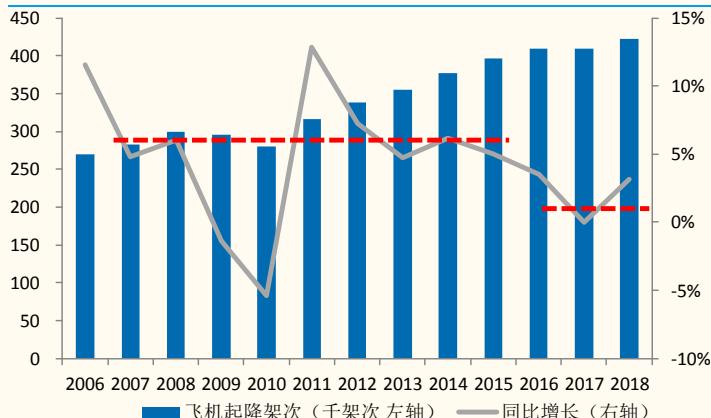
图表 4：香港机场客流量结构



来源：公司年报，国金证券研究所

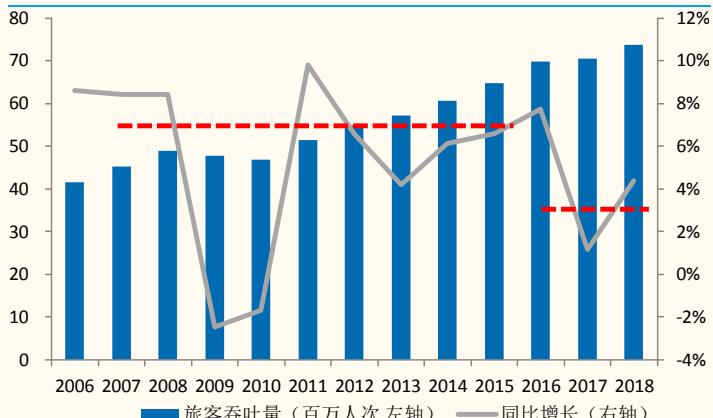
- 香港机场目前处于产能饱和阶段，流量增长放缓。2018 财年，香港机场完成飞机起降架次 42.3 万次，旅客吞吐量 7360 万人次，分别同比增长 3.2% 和 4.5%，流量增速近年明显放缓。香港机场管理局批复的跑道高峰小时容量为 68 架次/小时，双跑道已成为香港机场的主要瓶颈。虽然公司一号客运大楼正进行扩建，二号客运大楼亦将进行扩建，但我们认为近期香港机场流量将会低速增长。

图表 5：香港机场飞机起降架次增速放缓



来源：公司年报，国金证券研究所

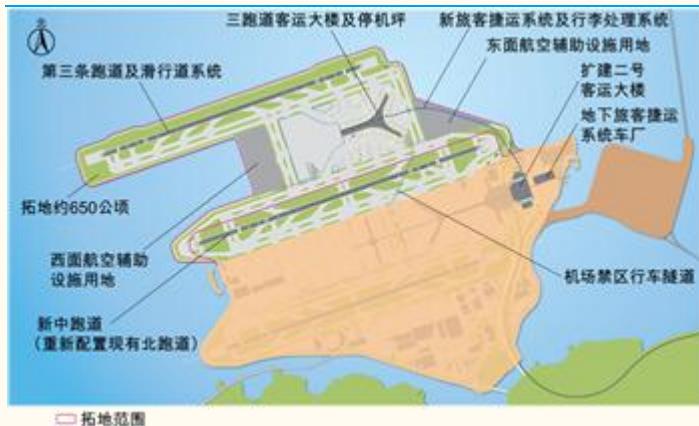
图表 6：香港机场旅客吞吐量增速下滑



来源：公司年报，国金证券研究所

- 香港机场三跑道系统投产前，给予了周边枢纽机场缩小与香港机场差距的黄金窗口期，国际航空出行需求预计会有明显外溢。香港机场为应付与日俱增的需求，并巩固国际枢纽机场地位，维持亚洲地区的竞争力，于 2016 年 8 月，三跑道系统建造工程开启，将兴建第三条跑道及滑行系统、三跑道客运大楼及相关基础设施。目前工程仍处于填海工程施工高峰期，预计 2024 年三跑道系统将落成投产，客运量产能扩大 3000 万人次。近年需求外溢效果明显，在白云机场 2015 年第三跑道建成后，流量增速明显加快，在珠三角的市场份额不断提升，由 2015 年的 33.8% 提升至 2018 年 36.0%。
- 白云机场处于产能放量期，我们认为更受益于此黄金窗口期，有望实现国际与中转旅客的迅速发展。

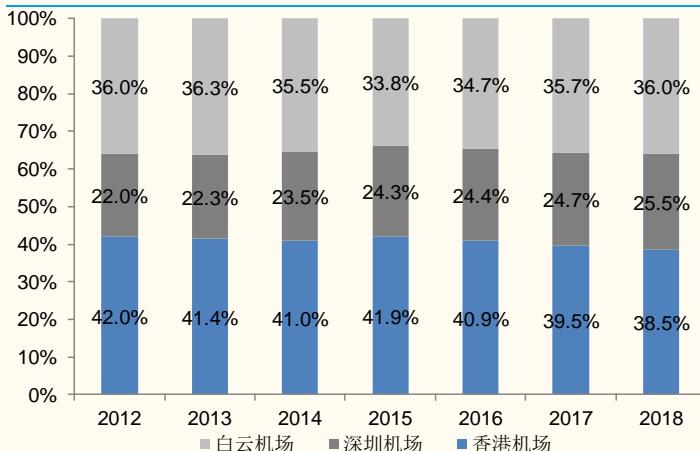
图表 7：香港机场三跑道系统建造工程示意图



来源：三跑道系统网站

<https://www.threerunwaysystem.com/sc/overview/project-overview/>, 国金证券研究所

图表 8：白云机场珠三角市场份额不断提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：白云机场跑道资源存在较大空间

机场	2018年 起降架次 (万次)	跑道数量	每日每跑道平 均起降架次
香港机场	42.80	2	586
首都机场	61.40	3	561
厦门空港	19.34	1	530
深圳机场	35.59	2	488
白云机场	47.74	3	436
浦东机场	50.48	4	346

来源：公司年报，国金证券研究所

图表 10：周边机场处于产能建设期

机场	扩建计划(落成年份)	可达客运量 (年份)	可达货运量 (年份)
		(年份)	(年份)
深圳宝安	将兴建第三跑道（2018至2021年）、卫星厅（2020年）及T4航站楼（2025年）	6300万人次（2040年）	450万吨（2040年）
上海浦东	将完成兴建第五跑道并投入运作（2020年年底前）及卫星厅（2019年）	8000万人次（2020年）	420万公吨（2020年）
新加坡樟宜	将军用跑道改为第三跑道（2020年代中）及五号客运大楼（2020年代中）	1.35亿人次（2025年）	
首尔仁川	将兴建第四及第五跑道（2020年代）、卫星客运廊（2020年代）	1亿人次（2030年）	1140万公吨（2030年）
香港机场	三跑道系统（2024年）	增加3000万人次（2024年）	

来源：香港三跑道系统专题网站，国金证券研究所

- **白云机场具有定位优势。**机场定位方面，2017年4月，白云机场升级为一类1级机场，与浦东机场和首都机场并列最高级，也是粤港澳大湾区唯一的类1级机场。我们认为白云机场将在国际航线开辟和时刻增量等方面，给予政策支持。

城市定位方面，广州规划2020年基本建成国际性综合交通枢纽，2035年建成全球交通枢纽。客运以主城区为核心，构建“十字+四环”客运主骨架。十字：以广州中心火车站（广州站—广州东站）、广州南站、白云站为主，完善“十字型”高铁骨架；四环：广佛环城际—珠三角城际新塘经白云机场至广州北站段—佛莞城际、广佛环城际、地铁11号线、环城高速公路。城际铁路规划以广州为中心，与粤港澳大湾区主要城市间1小时互通的城

际铁路交通圈，完善与东莞、深圳及香港等大湾区东岸城市的交通衔接。高速公路构筑以广州为中心“三环十九射”的珠三角区域高速公路格局，成为华南地区高速公路网络中心、公路客货运枢纽。

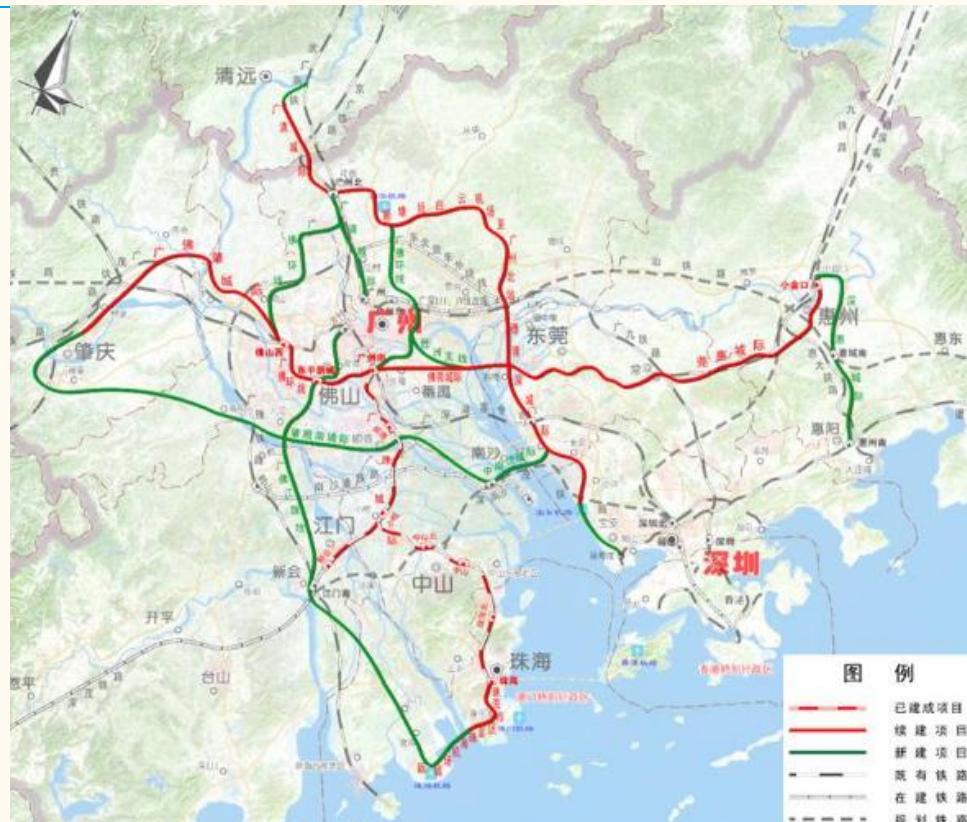
我们认为，广州作为粤港澳枢纽中心建设，将有助于吸引更广泛的腹地居民前往白云机场，满足航空出行和到达需求。

图表 11：机场分类目录调整变化

机场分类	调整方案	机场
一类1级	广州升级	北京首都、上海浦东、 广州
一类2级	昆明降级	深圳、成都、上海虹桥
二类	天津、南宁升级 济南、桂林降级	昆明 、重庆、西安、杭州、厦门、南京、郑州、武汉、青岛、乌鲁木齐、长沙、海口、三亚、大连、哈尔滨、贵阳、沈阳、福州、 南宁 、 天津
三类		除上述一、二类机场以外的机场

来源：中国民用航空局、国金证券研究所

图表 12：广东城际铁路网“十三五”规划示意图



来源：《广东省综合交通运输体系发展“十三五”规划》，国金证券研究所

白云机场具有部分航线的比价优势。更便宜的机票有助于白云机场在广州枢纽的建设过程中，培养腹地居民的消费习惯，形成消费惯性，更加充分地发挥目前白云流量发展的窗口期。

国际线，我们对比了广州和香港飞洛杉矶的票价，国内线对比了广州和深圳飞北京的票价，发现在相似的条件下的直飞最低价（国内线起飞时间稍有差异），白云机场的票价均低约 25%。

图表 13：广州飞洛杉矶与香港飞洛杉矶票价对比（6月1日）

南方航空 CZ327 380				香港航空 HX068 35A			
	21:30	→ 19:40	① 13h10m 直飞 签证提醒		12:00	→ 10:05	① 13h5m 直飞 签证提醒
优选	经济舱	退改签及购票说明	¥2200	优选	经济舱	退改签及购票说明	¥3010
套餐	经济舱	退改签及购票说明	¥2200	直联 限时出票 电子客票	经济舱	退改签及购票说明	¥3206
				套餐	经济舱	退改签及购票说明	¥3023

来源：携程网、国金证券研究所

图表 14：广州飞北京与深圳飞北京票价对比（6月1日）

南方航空 CZ3099	09:00	12:10	100% 有 ¥50+¥0	海南航空 HU7712	09:05	12:15	83% 有 ¥50+¥0
空客 A380-800 (大)	白云国际机场 T2	首都国际机场 T2	¥1250 起	波音 737-800 (中型机)	宝安国际机场 T3	首都国际机场 T1	¥1690 起

来源：携程网、国金证券研究所

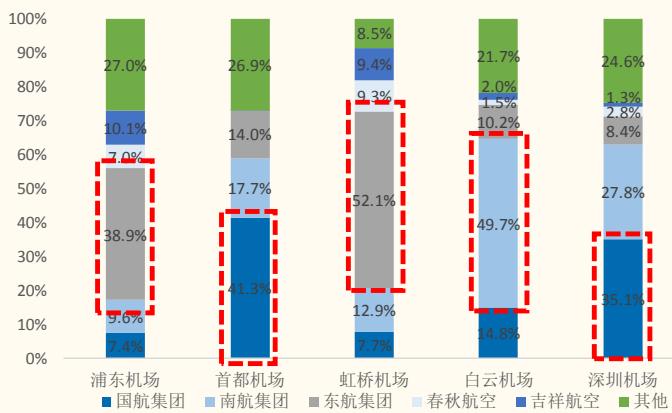
2.3 服务基地航司，实现共赢

- 南航集团在白云机场具有绝对市场份额优势，有利于其进行国际化战略，带动白云流量与国际线占比提升。

我们认为白云的国际线占比依然在提升过程中。我们从基地航司的航线规划分析，机场航线的布局与流量的放量，离不开基地航空公司的发展战略，若机场集中度较高，有利于基地公司充分利用时刻资源，进行航班和中转的衔接，提高机场旅客和中转吞吐量，以及国际旅客占比。可以说主要基地航空公司的航线发展战略与经营实力与机场息息相关，航空产业链中，机场的作用更多是服务基地航空公司实现航线布局与战略规划。

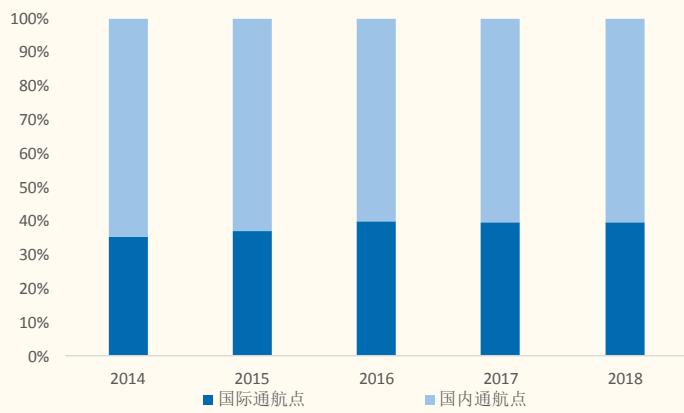
目前南航集团在白云机场市场份额占比达到 49.7%，竞争格局在主要枢纽机场最优，仅次于东方航空在虹桥机场的市场份额。对于南航来说，将持续深耕“广州之路”建设，完成广州白云机场 T2 航站楼转场运行，持续国际化战略，努力将白云机场打造成世界级航空枢纽。

图表 15：白云机场竞争格局有利于南航发展



来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

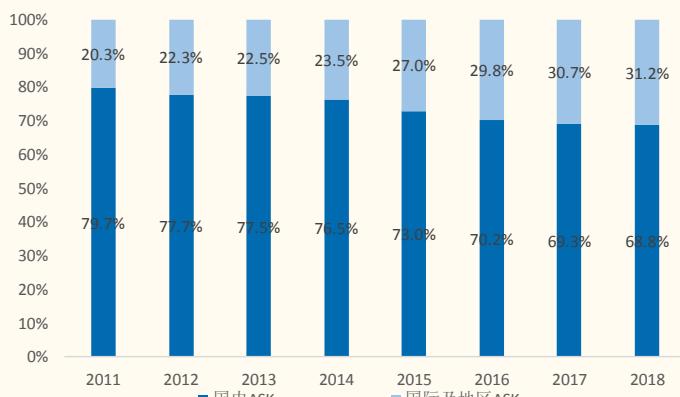
图表 16：国际通航点占比逐步提高



来源：公司年报，国金证券研究所

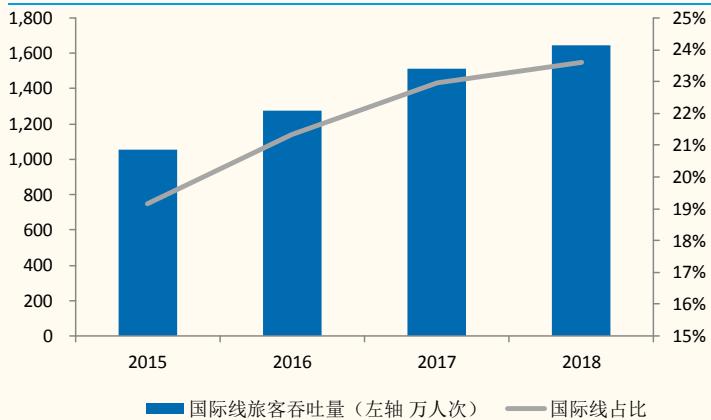
- 南航的国际化战略在其主基地白云稳步发展，效果明显。2018 年南航国际 ASK 占比达到 31.2%，相比 2011 年提高 10.0pct。南方航空积极扩张国际市场，也为主基地国际流量带来帮助，白云国际线旅客吞吐量占比不断提升，2015 年首次突破 1000 万人次后，2018 年达到约 1647 万，占比 23.6%。

图表 17：南航国际线运力投入占比持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：白云机场国际线旅客占比提高



来源：公司年报，国金证券研究所

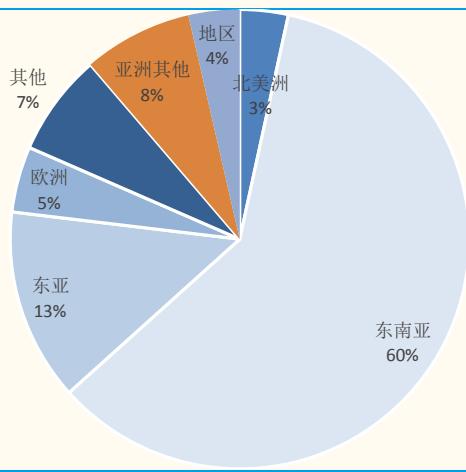
■ 南航宣布退出天合联盟，将弥补白云机场欧美航线劣势。目前白云航线多为东南亚为主，南航或将加入寰宇一家，有助于欧美航线开辟。

2018年11月15日南方航空公司对外发布公告称，基于自身发展战略的需要，为更好地顺应全球航空运输业合作模式新趋势，公司决定自2019年1月1日起不再续签天合联盟成员协议，并在2019年内完成各项过渡工作。

白云机场国际航线以东南亚为主，北美、欧洲等长距离国际航线占比较低。白云机场至泰国、越南、新加坡、马来西亚等东南亚地区的航班占比将近60%，而北美与欧洲航线占比较低，合计不足10%。

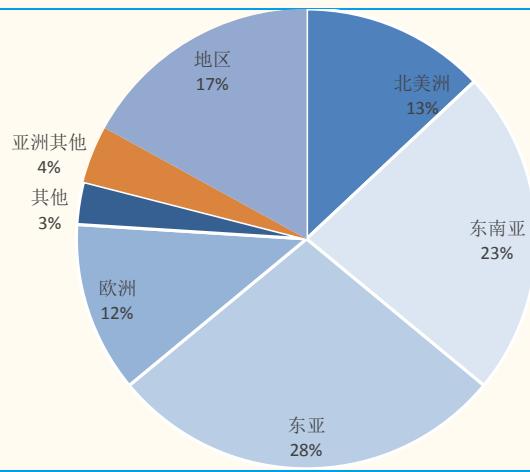
由于航权时刻的限制，2019年白云机场国际航线的主要增量仍为东南亚、东亚、中东等近程航线。过于单一的航线结构显然不符合白云机场国际枢纽的定位，势必要大力开拓北美及欧洲地区航班，弥补欧美航线的不足。

图表 19：白云机场国际及地区航线结构



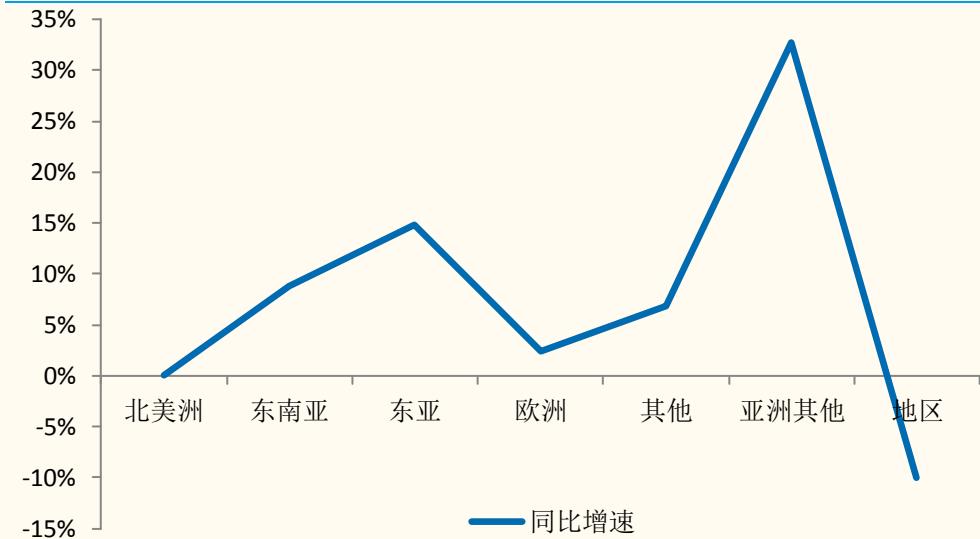
来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

图表 20：浦东机场国际及地区航线结构



来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

图表 21：19 年夏秋航季国际线主要增量为亚洲等近程航线（座位数）



来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

- 基地公司南方航空是白云优化航线结构的主力。南航退盟后与寰宇一家成员合作频繁，势必将加强欧美航线合作。

2018年11月28日，南航与美国航空签署代码共享合作扩大协议、常旅客合作协议以及休息室合作谅解备忘录。双方在广州-洛杉矶、广州-旧金山、广州-武汉-旧金山、广州-纽约等中美主干航线上实现代码共享，提升中美航线市场份额。

2018年12月19日，南航与芬兰航空公司签署战略合作谅解备忘录，展开代码共享合作。通过双方航线网络的对接，南航旅客可通过赫尔辛基中转到哥本哈根、斯德哥尔摩等15个欧洲城市，芬航的旅客可通过广州中转到重庆、南京等8个中国城市，悉尼、奥克兰等8个澳新城市。这是南航首次与北欧的航空公司展开合作，南航有望进一步填补北欧航线网络空白。

2019年1月23日，南航与英国航空签署合作谅解备忘录，计划在南航及英航执飞的中英主干线开展代码共享合作及实施互惠常旅客合作项目。

- 与美航、芬航及英航的合作似乎预示着南航未来可能加入寰宇一家，与联盟内成员进一步加深合作。目前寰宇一家内尚无中国内地的航空公司，南航加入后将独享联盟内中国大陆市场份额。

作为南航主基地，白云机场将充分受益于南航与寰宇一家其他成员在欧美航线上的合作拓展，提升欧美航线比例；同时，白云机场作为南航与未来外航盟友之间航线的重要对接点，将进一步发挥国际枢纽作用，承接寰宇一家联盟内的国际中转业务，我们希望看到美国航空和英国航空等欧美航空公司，更多地在白云投入运力资源，从而丰富白云的国际线结构。

图表 22：三大航空联盟概况

	星空联盟	天合联盟	寰宇一家
成立时间	1997年5月14日	2000年6月22日	1999年2月1日
发起成员	北欧航空、泰国国际航空、加拿大航空、汉莎航空、美国联合航空	法国航空、达美航空、墨西哥国际航空、大韩航空	美国航空、英国航空、国泰航空、澳洲航空、原加拿大航空
目前成员	28家（包括国航和深航）	19家（包括东航和厦航）	13家（包括国泰航空）
覆盖国家	193	175+	180
目的地	1300+	1150	1100
每日离港班次	18,800	14,500	14,000
客运市场份额 (2018H1)	23.5%	19.3%	16.4%

来源：各大航空联盟官网，国金证券研究所

2.4 产能无忧，放量有度

■ **T2 航站楼投产，产能瓶颈打开。**2018 年 5 月，白云机场 T2 航站楼投产，航站楼设计产能达到 8000 万人次，是目前唯一航站楼产能存在空间的一线机场。随着 2 号航站楼投产，白云机场二期扩建工程完成，航站楼产能瓶颈消除，为白云机场今后流量的持续爬升奠定基础。

白云机场将持续推进新产能建设。广州白云机场三期扩建工程前期工作已经启动，三期工程主要以第四、第五跑道和 3 号航站楼为主体工程，预期 2030 年旅客吞吐量将达 1.2 亿人次。根据《广州综合交通枢纽总体规划（2018—2035 年）》，到 2035 年广州将建成与伦敦、纽约、东京其名的全球交通枢纽。

我们认为，白云产能的空间将使其竞争优势不会受到压制，并已经开始有所体现。2019 年夏秋航季，航班计划增速达到 6.1%，北上广深机场一线机场中最高，其中，国际线同比增速达到 9.7%。

图表 23：白云机场 2019 夏秋时刻增速一线机场领先



来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

图表 24：白云机场 2019 夏秋开始放量

	2019夏秋	2018冬春	2018夏秋	2017冬春	2017夏秋
内航国内线	3638	3526	3456	3460	3455
	5.3%	1.9%	0.0%	1.5%	2.8%
内航国际线	807	699	704	684	653
	14.6%	2.2%	7.8%	9.3%	18.3%
内航港澳台线	18	17	17	17	17
	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%	-29.2%
国际航司	552	521	534	511	503
	3.4%	2.0%	6.2%	6.9%	12.3%
合计	5015	4763	4728	4689	4645
	6.1%	1.6%	1.8%	3.1%	5.3%

来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

- **但是我们认为，放量过程中，时刻增速不会有大幅提升，边际小幅提升或是主流。**
- **主要原因在于我国民航局对于时刻增量以及航空安全的态度。**2017 年 11 月，时刻控制政策出台后，准点率与安全性一直是民航局重点关注的指标，一线机场流量增速始终维持低位。埃航空难发生后，我国是全球第一个宣布停飞 B737MAX-8 的国家，可以看出民航局对于安全的高度重视，所以我们认为今明两年大型产能的释放，或将小幅加速时刻增量，但民航局对于时刻增量的态度将会继续保持谨慎，白云时刻增量将保持平稳增长。

- 我国民航局将航空安全置于重中之重，安全管理能力处于世界前列。根据《2017年民航行业发展统计公报》，我国，运输航空百万小时重大事故率十年滚动值为0.015（世界平均水平为0.175）。截止2019年2月，中国民航实现102个月安全运行记录，7040万小时的飞行安全记录，实现16年零10个月的空防安全零责任事故记录，处于世界先进国家之列。

近日民航局下发《2019年夏航季航班时刻配置政策》，整体来看延续控总量调结构的调控政策，机场增量原则不变，时刻增量预计依然维持低位。主协调机场、辅协调机场时刻增量控制在3%以内；非航班时刻协调机场按照最大不超过30%、或者每小时不超过4个起降时刻控制增量。华北地区、华东地区、中南地区、西南地区时刻增量原则上控制在5%以内；东北地区、西北地区、新疆、内蒙古、西藏时刻增量原则上控制在8%以内，此举意为航空发展落后地区提供更多增量，平衡航空各区域发展。

上市公司层面，白云机场由于机场容量标准和航班时刻协调参数进行过调整的机场，奖励时刻增量2%，是唯一获得奖励时刻的上市机场，增量存在小幅优势，有利于白云机场T2航站楼放量进程。

- 今明两年，将有包括北京大兴国际机场、成都天府国际机场以及上海浦东和深圳宝安的卫星厅，都将大幅提升机场基础设施产能。但是从大兴机场航班时刻资源配置方案来看，每一阶段大兴机场最高计划航班量均有明确规划，地面及空管的保障水平需要同步提高，航季环比时刻增速需等到2021/2022年冬春航季才超过10%，对于其余机场的辐射并不明显。

图表 25：大兴投产后北京市场航班量变化（架次/日）



来源：《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》，国金证券研究所

图表 26：近期新增大型产能

机场	时间	计划吞吐量
北京大兴国际机场	2019年10月试运行	2025年旅客吞吐量7200万人次、货邮吞吐量200万吨、飞机起降量62万架次
上海浦东国际机场卫星厅	2019年底	年旅客吞吐能力将达到8000万人次
成都天府国际机场	2020年	2025年旅客吞吐量4000万人次、货邮吞吐量70万吨、飞机起降量32万架次
青岛胶东国际机场	2020年	2025年旅客吞吐量3500万人次、货邮吞吐量50万吨、飞机起降量29.8万架次
深圳宝安国际机场卫星厅	2021年	年旅客吞吐能力将达到6700万人次
顺丰国际机场	2021年	2025年运输量将达到245万吨；2045年，运输量将达到765.2万吨
南京禄口机场T1航站楼改扩建工程	2025年第三阶段完成	2025年旅客吞吐量3200万人次，与T2航站楼合计旅客吞吐量5000万人次

来源：公司年报，国金证券研究所

- **总结：**流量以及流量结构始终是机场的经济基础。目前粤港澳大湾区的潜在航空需求，将推动该区域各机场流量持续增长。白云机场由于在产能周期与定位中具有优势，将抓住中期T2航站楼放量期，实现更快速发展。航线结构方面，基地公司南方航空的国际化战略，将不断推动白云国际线占比提升，并且南航退出天合联盟，积极与欧美优秀航空公司合作，期望将加强白云欧美航线，均衡国际航线结构。T2航站楼投产，白云产能瓶颈打开，竞争优势不会受到自身压制。不过放量过程中，时刻增速小幅提升，平稳而稳健的持续增长或是主流。

3. T2投产，推动流量变现能力显著提升

- 白云流量背景强大，具有赖以发展的基石。本部分回答的是T2投产将如何边际提升白云流量变现能力，将流量优势充分发挥。

3.1 免税存在明显短板，T2投产有望推动免税步入正轨

- T2航站楼投产前，白云机场由于航站楼产能过于饱和，免税商业面积受到抑制，并且造成免税品类残缺，旅客免税购买体验不佳，购买意愿极低。免税业务与上海机场和首都机场相比，存在明显短板。

白云机场 T1 航站楼出境免税店面积仅 1300 平方米，加上 2018 年 2 月开业的进境免税店 400 平方米，共计仅 1700 平方米，与上海机场 7853 平方米差距较大，与首都机场 15003 平方米更是相差甚远。

免税面积的差异直接导致白云机场免税经营效率落后。日上上海经营浦东机场与虹桥机场免税业务，2016-2017 年免税销售额 63.3 亿和 87.5 亿，假设按国际旅客量比例，虹桥免税销售额占比 9%，则浦东机场 2016-2017 年免税销售额 57.6 亿和 79.6 亿，人均销售额 173.2 元和 229.3 元，坪效为 73.3 和 101.4 万元/平方米/年。

日上免税行（中国）经营首都机场免税业务，2016 年及 2017 年 Q2-Q4 免税销售额 44.3 亿和 43.1 亿，人均销售额 180.4 元和 219.3 元，坪效为 29.5 和 38.3 万元/平方米/年。

根据《关于签订二号航站楼出境免税店项目经营合作协议公告》，中免公司 2016 年向白云机场支付的租金及特许经营费仅为 4138 万元，假设扣点率 20%，2016 年白云机场免税销售额仅 2.2 亿，人均销售额仅 17.3 元，坪效为 22.6 万元/平方米/年。

白云机场免税销售额明显低于浦东与首都机场，人均免税销售额更是有较大差距。

图表 27：白云机场免税业务发展明显落后

机场	时间段	销售额 (亿元)	国际旅客流量 (万人次)	人均销售额 (元/人)	免税面积 (平方米)	坪效 (万元/平米/年)
浦东机场	2016年	57.6	3326.6	173.2	7853	73.3
浦东机场	2017年	79.6	3471.5	229.3	7853	101.4
首都机场	2016年	44.3	2455.0	180.4	15004	29.5
首都机场	2017年Q2-Q4	43.1	1965.0	219.3	15004	38.3
白云机场	2016年	2.2	1274.3	17.3	1300	22.6

来源：公司公告，国金证券研究所

- 白云机场免税业务发展落后的局面，或将在 T2 航站楼投产后得到改善。免税消费对于国际旅客是类刚需消费，T2 投产将显著提升白云免税经营面积，之前受到抑制的免税消费需求将得到释放。并且全部交由中免专业化经营，今后逐步利用日上免税香化爆品渠道价格优势，激发代购需求，足以截留境外消费，叠加目前放量期间国际旅客快速增长，白云的免税空间将进一步打开。在各大机场一系列的免税新协议后，白云机场的免税经营效率将明显提升。

图表 28：新一轮免税协议对应坪效

机场	保底提成额 (亿元)	保底销售额 (亿元)	扣点率	对应年份国 际旅客流量 (万人次)	人均销售额 (元/人)	免税面积 (平方米)	坪效 (万元/平米/年)
上海机场T2	35.25	82.9	42.5%			4567	181.6
上海机场T1+T2+卫星厅	62.88	148.0	42.5%	5111.9	289.4	16915	87.5
首都机场T2	8.3	17.5	47.5%				
首都机场T3	22	50.6	43.5%	2744.2	248.0	15004	45.4
白云T2出境	1.42	4.1	35.0%			3544	11.4
白云T1+T2入境	2.89	6.9	42.0%			1100	62.6

来源：公司公告，国金证券研究所（注：上海机场 T1+T2+ 卫星厅对应年份为 2022 年，国际旅客流量以 2018 年为基准，按照 8% 增速计算）

- 从坪效看，白云机场新免税协议给予入境免税店更高的坪效，但 T2 出境坪效明显偏低，不符合实际。而我们观察到，上海机场免税店面积是首都机场一半左右，但坪效高于首都机场两倍，我们认为白云机场国际旅客流量是免税的主要推动因素。而免税店面积在产生瓶颈时才与人均销售额关系更大，免税面积过小将抑制旅客购物意愿与购物环境，使得人均销售额较低。T2 投产后，白云免税面积达到 5944 平方米，对比上海和首都机场，

足以支持白云约 2000 万人次的年国际旅客吞吐量，所以白云机场人均销售额将在今明两年快速提高。

我们以人均销售额测算 T2 投产后的两年，白云免税对于机场营收和业绩的提升。在计算过程中，我们假设了 2019 年和 2020 年国际旅客吞吐量增速，由于出境免税占比更高，提成率按 37% 计算，我们假设了 2019 年和 2020 年国际旅客吞吐量增速，以及不同的人均销售额，计算出了 2019 年和 2020 年白云机场的免税收入。

中性假设下，国际旅客增速 12%，2019 年人均销售额 100 元，则 2019 年白云机场的免税收入 6.8 亿，2020 年人均销售额 125 元，则 2020 年白云机场的免税收入 9.4 亿。对比 2016 年收入 4138 万，T2 的投产，将对白云机场免税业务带来飞跃。

图表 29：白云机场 2019 年免税收入测算（百万元）

国际旅客增速	2019年国际线旅客 (万人次)	人均销售额(元)					
		50	75	100	125	150	175
8%	1779.0	329.1	493.7	658.2	822.8	987.4	1151.9
10%	1812.0	335.2	502.8	670.4	838.0	1005.6	1173.2
12%	1844.9	341.3	512.0	682.6	853.3	1023.9	1194.6
14%	1877.9	347.4	521.1	694.8	868.5	1042.2	1215.9
16%	1910.8	353.5	530.2	707.0	883.7	1060.5	1237.2

来源：国金证券研究所

图表 30：白云机场 2020 年免税收入测算（百万元）

国际旅客增速	2020年国际线旅客 (万人次)	人均销售额(元)					
		75	100	125	150	175	200
6%	1955.6	542.7	723.6	904.5	1085.4	1266.3	1447.1
8%	1992.5	552.9	737.2	921.5	1105.8	1290.1	1474.5
10%	2029.4	563.2	750.9	938.6	1126.3	1314.0	1501.8
12%	2066.3	573.4	764.5	955.7	1146.8	1337.9	1529.1
14%	2103.2	583.6	778.2	972.7	1167.3	1361.8	1556.4

来源：国金证券研究所

3.2 免税购物是国际线旅客增长的必然结果

- 为促进我国入境旅游事业发展，我国免税行业始于 1979 年。1983 年-1984 年，中国出国人员服务总公司和中国免税品公司先后成立，成为中国最早的两家免税品专营企业。目前我国主要有六种免税店经营形式，包括口岸免税店、运输工具免税店(如邮轮等)、市内免税店、外交人员免税店、供船免税店、离岛免税店。而随着我国免税行业的发展，机场口岸出入境免税店成为重点拓展的部分。
- 中国免税行业由国家特许经营。21 世纪第二个 10 年，中国的消费外流现象明显，尤其是在奢侈品类上，仅有 23% 左右的奢侈品销售发生在国内。为在中国经济放缓的情况下抑制资金的外流现象，2000 年四部委联合发布《关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定》，政策要求国家对免税商品销售业务实行垄断经营和集中统一管理的“四统一”方针。2005 年海关总署发布《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》，将免税经营定义为“经国务院或者其授权部门批准，具备开展免税品业务经营资格的企业”，进一步明确我国免税业的垄断格局。

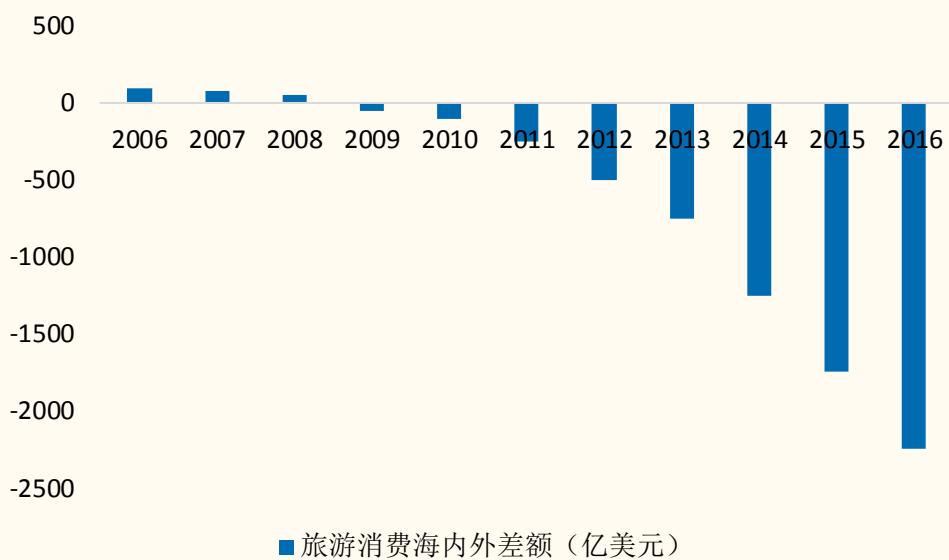
目前，中国免税经营主体共有七家，分别是中免公司、日上免税行、海南免税公司、深圳市国有免税商品有限公司(深免)、珠海市免税企业集团有限公司(珠免)、中国华侨旅游侨汇服务总公司(中侨免)以及中国出国人员服务总公司(中出服)。其中中免是经营地域、门店类型涵盖最广的免税经营商，在除北京、上海、深圳三家机场以及深免、珠免可以经营的口岸以外的所有出境免税店具有唯一的经营资质，并且拥有 5 张市内免税店经营牌照、与海免一起具有离岛免税店经营资质。

图表 31：六大免税政策

免税分类	政策简介
出境免税	在机场、港口、车站、陆路边境等出境口岸海关隔离区（以下简称海关隔离区）设立免税店销售免税品，以及在城市区域内设立市内免税店销售免税品但购买者必须在海关隔离区提取后直接出境；
离岛免税	对乘飞机离岛（不包括离境）旅客实行限次、限值、限量和限品种免进口税购物，在实施离岛免税政策的免税商店内付款，在机场隔离区提货离岛的税收优惠政策；
进境免税	在对外开放的机场、陆路和水运口岸隔离区域，按规定对进境旅客实行免进口税购物优惠；
市内离境免税	外国人乘飞机离境可在实施离境免税政策的市内免税商店内购物并付款，在机场隔离区提货；
归国人员入境免税	持中华人民共和国护照入境的中国旅客（年满16周岁以上），自入境之日起180天内，均可凭护照在免税店内免税购买一定数量的《旅客进出境行李物品分类表》中第一类物品。或按《入境旅客行李物品和个人邮递物品完税价格表》中税率征税购买第三类物品（计件商品）及超大件商品。

来源：商务部，国金证券研究所

图表 32：我国旅游消费海内外差额激发抑制资金的外流需求



来源：国家外汇管理局，国金证券研究所

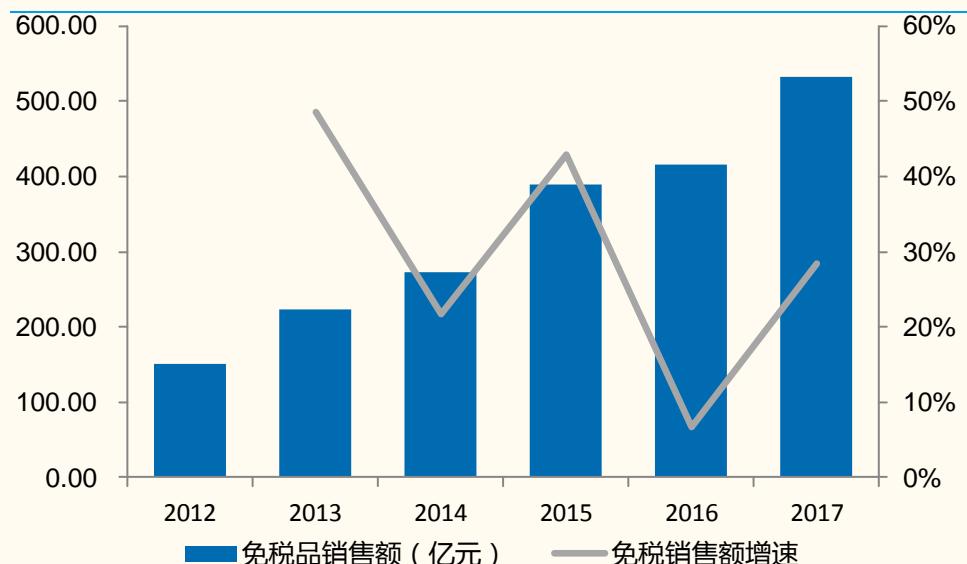
- 近年来我国免税行业发展迅猛，2012年以来免税销售额 CAGR28.7%。这主要由于免税商品的价格优势，及品质保障。免税商品减免的是进口关税和进口环节征收的增值税和消费税，价格相较境内同类商品便宜 10%-45%。在首都机场的日上免税店，价格比在香港市区或机场购买要便宜 10%左右，很多品牌是商场专柜的 5-7 折，套装能折到 5 折以下。相对于同样拥有价格和品质优势的跨境电商，免税品拥有不含增值税和消费税的价差优势。

图表 33：不同购物方式的税收优惠政策

	税收优惠	购物方式	提货方式
免税	关税（20%-100%）、进口增值税和消费税（5%-20%）	市内免税店、机场、边境、港口、车站等出入境隔离区	一般现场提货
跨境电商	化妆品，税率25-50%；酒、烟草，税率50%；食品、药品等商品，税率13%；纺织品、电器等20%	通过跨境电商平台网购商品	快递，一周左右
海淘	海关抽查，缴纳行邮税，应交税额50元以下可以免税	海外网购淘货	快递，20天左右

来源：资料整理，国金证券研究所

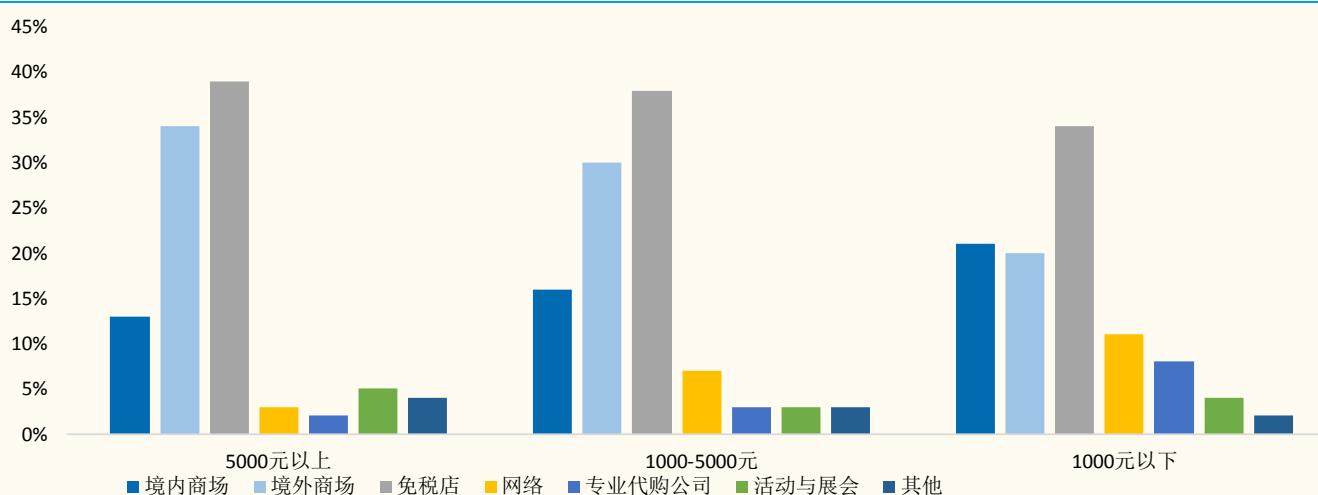
图表 34：中国免税规模增速稳健



来源：Wind，国金证券研究所

- 免税渠道也是国人购买奢侈品的主要渠道之一，而中国人是全球最大的奢侈品消费群体，约占全球三分之一的奢侈品消费。同时免税行业具有旅游属性，免税店出售的产品并不单一，不同免税店有专有的特色产品。

图表 35：免税店是中国消费者购买奢侈品的重要途径



来源：Bain & Company，国金证券研究所

- 市内免税消费规模还有待提高，机场免税店更为主流。市内免税店由于政策影响、消费额度、提货方式等原因影响了消费便利性，市内免税经营模式发展并不顺利，在未来政策上还有很大的提升空间。市内离境免税的购买资质如果能开放给国内居民，并且在额度、品类、提货方式上宽松政策，将有效增强市内免税行业。
- 另外，市区免税店的品类对比机场免税店并不占优势，出于渠道平衡考虑，市内免税产品定位更多是与边境免税店形成互补。机场免税和市区免税因类似的进货渠道及定价策略目前在价格方面没有很大差异，因此免税店的毛利率与品类结构密切相关。近年来多家机场改扩建、增设进境免税店带来机场免税面积大幅增加，这有望进一步提高购物的渗透率以及强化对上游供货商的议价能力，并提高供应商多品类供给意愿。
- 整体来看，免税品购买渠道具有优势，并从消费者心理分析，国际游客免税购物具有机会成本，所以免税购物是国际线旅客增长的必然结果，我们非常看好公司免税业务带来流量变现能力提高。

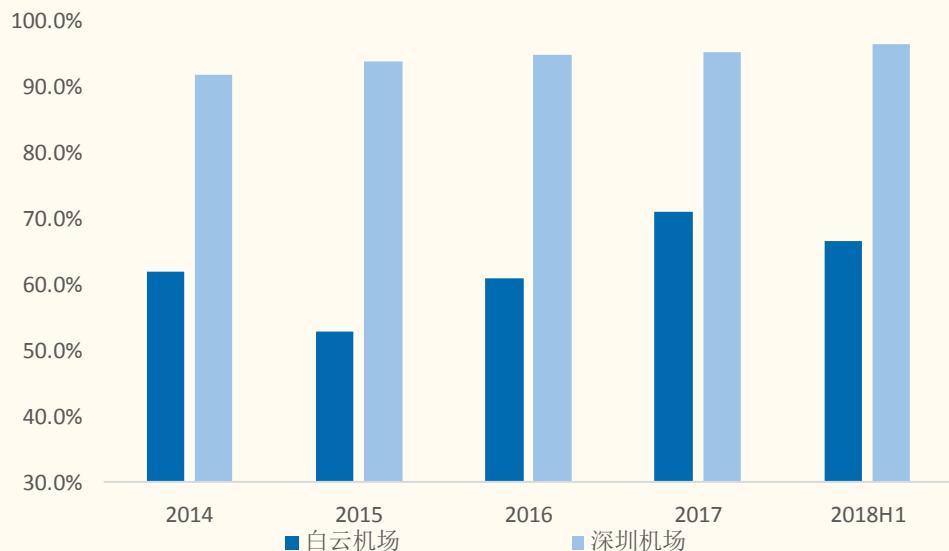
图表 36：市内免税、机场免税优劣势

免税类别		适用人群	提货方式	免税额度	免税品类	优点	缺点
市内免税	归国人员市内入境免税	本国入境公民自入境日起180天内具有购买资格	凭机票和护照现场提货	5,000元/人/年	化妆品、手表、小家电、玻璃水晶制品、瑞士军刀、服饰、皮鞋、热水器、电视、背投、摄像机、洗衣机、冰箱等	<ul style="list-style-type: none"> ● 提货方便 ● 购物时间长 ● 门店面积大 	<ul style="list-style-type: none"> ● 门店少 ● 规模小 ● 品类不占优势 ● 价格不占优势
	市内离境免税	外国离境公民	离境口岸提货	5,000元/人/年	化妆品、手表、小家电、玻璃水晶制品、瑞士军刀、服饰、皮鞋、热水器、电视、背投、摄像机、洗衣机、冰箱等	<ul style="list-style-type: none"> ● 门店多 ● 购物时间长门店面积大 ● 价格优势 	● 提货不方便
机场免税	机场入境免税	本国/外国入境居民	入关后凭机票和护照在入境店现场提货	8,000元/人/年	烟（限定2条，）、酒（限定2瓶）、香化产品、美容美发及保健器材、手表、眼镜、一二类家用医疗器械等	<ul style="list-style-type: none"> ● 地理位置便利 ● 具有购买资格的客流集中 ● 额度较高 	<ul style="list-style-type: none"> ● 购物时间仓促 ● 购物体验不如市内免税店
	机场离境免税	本国/外国离境居民	通过海关后在离境免税店现场提货	8,000元/人/年	烟（限定2条，）、酒（限定2瓶）、香化产品、美容美发及保健器材、手表、眼镜、一二类家用医疗器械等	<ul style="list-style-type: none"> ● 地理位置便利 ● 具有购买资格的客流集中 ● 额度较高 	<ul style="list-style-type: none"> ● 购物时间仓促 ● 购物体验不如市内免税店

来源：商务部、国金证券研究所

3.3 改变广告经营模式，盈利能力有望改善

- 此前白云广告业务采取自营的经营模式，效率较低，毛利率明显低于深圳机场。通过招标将广告业务逐步外包，我们认为白云广告业务经营效率将有明显提升，逐步逼近深圳机场。叠加 T2 航站楼投产，广告面积增长，增厚公司业绩。

图表 37：白云机场广告业务毛利率偏低


来源：公司公告，国金证券研究所

- 白云机场于 2017 年 5 月，与德高广告（上海）有限公司签订了二号航站楼及 GTC（地面交通中心）广告媒体建设经营合同，经营模式为白云机场收取“保底价+超额提成”；2018 年 8 月，白云机场与迪岸公司签订协议，将 T1 航站楼广告业务外包。白云机场广告业务营收将有明显增长，德高广告首年资源使用费保底报价为 3.6 亿，年增长率 6%，迪岸公司首年广告发布费保底价 2.6 亿，年增长率 15%。2017 年公司广告业务净利润仅 2.2 亿，若外包经营广告业务毛利率超过 90%，公司广告业务将有利于公司业绩增厚，提升整体变现效率。

图表 38：T2+GTC 广告收入构成（提成比例 10%）

期间	收入金额（亿）	提成基数（亿）
第一年度	3.6	4.5
第二年度	3.82	4.8
第三年度	4.04	5.1
第四年度	4.29	5.4
第五年度	4.54	5.7
合计	20.29	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：T1 广告收入构成（提成比例 10%）

时间段	金额（亿元）	提成基数（亿）
2018. 7. 1-2019. 6. 30	2.6	3.3
2019. 7. 1-2020. 6. 30	3.0	3.7
2020. 7. 1-2021. 6. 30	3.4	4.3
2021. 7. 1-2022. 6. 30	4.0	4.9
2022. 7. 1-2023. 4. 30	3.8	4.7
合计	16.8	

来源：公司公告，国金证券研究所

3.4 商业规划清晰，主题突出，非航收入锦上添花

- 白云机场 T2 航站楼商业招标陆续落地，招标结果持续超预期，为公司非航收入和变现能力锦上添花。公司 T2 航站楼将充分发挥商业潜能，体现我国枢纽机场将向航空性收入与非航收入双引擎模式转变的趋势，逐渐向国际先进商业城靠拢。
 - 根据《白云机场二号航站区商业规划纲要》，白云机场 T2 航站楼和交通中心商业面积达 4.4 万平米，为现有一号航站楼商业面积的 1.5 倍，将在 T2 航站楼四层共设置七大商业板块，围绕“云+”的总体概念，提升航站楼商业形象，助力 T2 航站楼实现“Skytrax 五星航站楼”认证。
- 一期规划面积约 3.5 万平方米，目前已成功招商 2.9 万平方米，按年化保底收入计算，预计合同收入达到 7.8 亿/年。

图表 40：白云机场 T2 商业招商汇总

项目	有效招商面积 (m ²)	年化保底收入 (万元)
品牌零售	2,806	6,288.1
货币兑换	128	3,422.9
餐饮	2,232	1,991.4
餐饮(集成)	7,764	18,708.8
水果专营	207	3,118.7
药店	130	186.7
书刊	330	1,032.0
云集市	2,465	7,202.7
烟酒	354	1,063.0
包装食品+冰淇淋	453	1,733.5
旅行用品	264	520.0
特产	1,298	5,210.8
云天一线	2,536	4,467.4
计时休息室	1,783	600.0
便利店	1,220	3,877.1
零售项目(特产)	1,896	927.2
体验店(科技体验)	168	83.9
茶叶	288	567.0
电子数码产品+玩具	671	1,101.4
鲜花	45	30.0
精品/工艺品/服饰	672	1,754.7
创意酒吧街	504	528.5
快递服务	106	139.7
体验店(酒)	100	118.4
“云窝窝”休息区、保健服务	396	207.6
合计	28,816	64,881.4
租赁费+其他费用		13,313.0
合同合计		78,194.4

来源：公司公告，国金证券研究所

4. T2 航站楼为提高管理效率提供契机

- 以上部分我们探讨了 T2 航站楼将如何在收入端提升公司经营效率，本部分我们将讨论 T2 航站楼的投产，对于公司管理效率和成本端将如何改善。

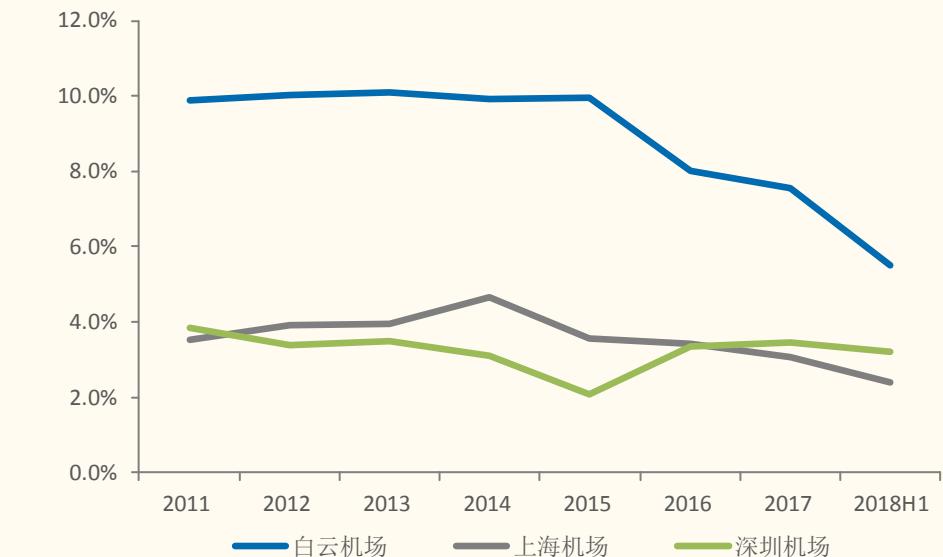
4.1 管理层换届后，费用率逐年下降

- 上市以来，白云机场费用率方面一直被市场诟病，相比其他机场较高，体现出公司在管理效率方面存在缺陷。

2016 年 9 月，白云机场管理层换届，由邱嘉臣先生担任董事长，之后公司在费用率方面已经逐年下降，精简管理和销售开支，体现出新一届管理层对于经营效率的注重。2018H1，白云机场销售费用和管理费用 2.0 亿，费用率 5.5%，虽然比上海机场和深圳机场高，但相比 2015 年的 9.9% 下降 4.4pct。上海机场和深圳机场 2018H1 销售费用和管理费用率合计分别为 2.4% 和 3.2%。T2 投产后，公司抓住变革机遇，及时将商业和广告等业务

改为外包模式，预计相应的销售与管理费用将继续降低，费用率向上海和深圳等机场靠近。

图表 41：白云机场销售费用和管理费用率合计逐步降低



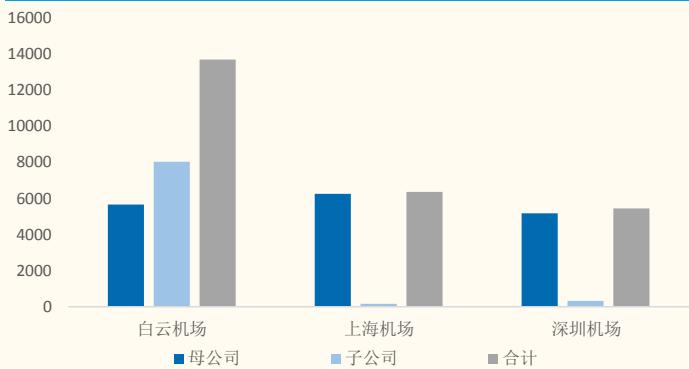
来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 子公司员工较多，外包经营或改善效率

- 白云机场员工人数与其他机场相比明显偏高，这也是市场诟病其经营效率低下的重要原因。不过我们发现，母公司层面白云机场员工人数 2017 年末 5668 人，与其他 A 股上市机场并无明显差异，航空主业白云机场效率并未形成拖累。但由于商业、广告等自营项目较多，导致子公司员工人数 2017 年达到 8002 人，而上海机场和深圳机场此部分仅 128 人和 275 人。我们认为随着 T2 投产后，公司改变此类业务经营模式，白云将更多采取业务外包，此部分业务效率将逐步提高。

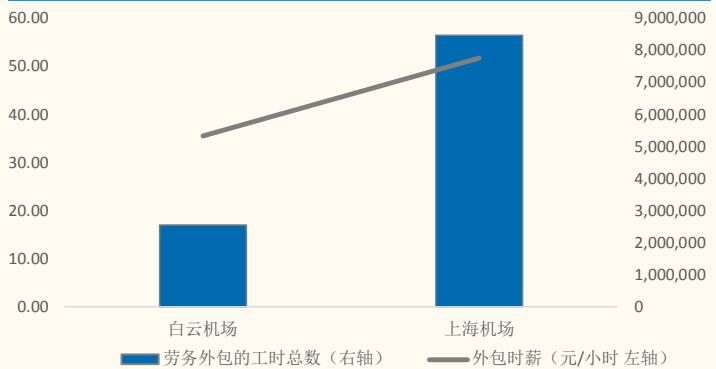
从外包的情况看，劳务外包时薪明显低于正式员工。机场有很多劳动密集型、低附加值的业务，如果用外包模式经营，将降低公司经营成本并提高运营效率。2017 年，白云机场劳务外包的工时总数 252.9 万小时，支付的报酬总额 8989.5 万，平均时薪仅 35.6 元。上海机场更多的使用外包，但因为地域整体薪酬水平，时薪高于白云机场，劳务外包的工时总数 846.3 万小时，支付的报酬总额 4.38 亿，平均时薪需 51.8 元。若白云机场在 T2 投产后，更多的使用外包提供服务，将达到提高经营效率的目的。用公司人工成本与员工人数计算，正式员工平均工资 13.5 万/年，即使假设每名员工做五休二，每年工作 261 天，每天 9 小时，白云机场正式员工时薪达到 57.5 元，仍高于劳务外包时薪 61.7%。

图表 42：白云机场子公司员工人数较多



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43：白云机场外包业务对比



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 成本方面，由于T2投产，折旧会阶梯式增加，虽然我们认为外包模式会增多，但人工成本也会随之放量，在新产能投产开始年份较快增长。

折旧：白云机场T2航站楼扩建工程投产，2018年中报固定资产新增135.7亿，其中房屋及建筑物90.6亿，机器设备44.1亿，运输设备和其他1.1亿。按公司折旧方法规定的折旧区间计算，(其中房屋及建筑物折旧年限下限按税法规定20年计算)，取平均值，则总计每年将新增7.0亿折旧。

图表 44：T2航站楼新增折旧下限

(万元)	投资额	折旧年限	残值率	每年新增折旧
房屋及建筑物	905,891	40	3%	21967.9
机器设备	440,670	15	3%	28496.7
运输设备	2,103	6	3%	340.0
其他	8,516	9	3%	917.8
合计	1,357,180			51722.3

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 45：T2航站楼新增折旧上限

(万元)	投资额	折旧年限	残值率	每年新增折旧
房屋及建筑物	905,891	20	3%	43935.7
机器设备	440,670	10	3%	42745.0
运输设备	2,103	6	3%	340.0
其他	8,516	4	3%	2065.1
合计	1,357,180			89085.8

来源：公司公告，国金证券研究所

人工成本：公司在T2航站楼将尽量采取外包模式，向母公司购买劳务，并可以将T1员工转岗至T2航站楼工作。预计白云机场员工人数将增加4000人左右，其中外包人员3000人，正式员工1000人，按照2017年平均工资及时薪，假设每年工资增长10%，人工成本增加约4.7亿元。

图表 46：T2新增人工成本测算

	外包员工	正式员工	假设	
新增员工人数	3000	1000	工作天数	261
时薪/年薪	35.5	135018.8	每天工作时长	9
人工成本	2.51	1.35	工资年涨幅	10%
合计	4.66			

来源：公司公告，国金证券研究所

5. 盈利预测与估值

盈利预测

■ **流量：**目前白云处于放量阶段，2019年及2020年流量会以较快速度提升，预计2018~2020年旅客吞吐量增速为6.0%、8.2%、6.2%，其中，国际线的增长会更快，预计在2027年国际线占比超过30%。预计2018~2020年国内旅客吞吐量增速为5.1%、7.0%、5.0%；国际旅客吞吐量增速为9.0%、12.0%、10.0%。

预计2018~2020年飞机起降架次增速为3.2%、5.5%、4.3%，其中国内飞机起降架次增速为2.3%、4.0%、3.0%；国际飞机起降架次增速为6.0%、10.0%、8.0%。之后流量增速会逐步回落，保持平稳持久的增长。

图表 47：白云机场流量预测

		2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
经营数据								
起降架次(万)		46.25	47.74	50.36	52.52	54.52	56.60	58.78
YoY		6.8%	3.2%	5.5%	4.3%	3.8%	3.8%	3.8%
国内		35.05	35.9	37.3	38.4	39.6	40.8	42.0
YoY		4.1%	2.3%	4%	3%	3%	3%	3%
国际		11.2	11.9	13.1	14.1	15.0	15.8	16.8
YoY		16.5%	6.0%	10%	8%	6%	6%	6%
国际线占比		24.2%	24.9%	25.9%	26.9%	27.4%	28.0%	28.6%
旅客吞吐量(万人)		6,580.7	6,974.5	7545.1	8014.5	8496.5	8987.6	9442.7
%		10.2%	6.0%	8.2%	6.2%	6.0%	5.8%	5.1%
国内		5069.47	5327.2	5700.1	5985.1	6284.4	6598.6	6862.6
YoY		7.9%	5.1%	7%	5%	5%	5%	4%
国际		1511.23	1647.2	1844.9	2029.4	2212.0	2389.0	2580.1
YoY		18.6%	9.0%	12%	10%	9%	8%	8%
国际线占比		23.0%	23.6%	24.5%	25.3%	26.0%	26.6%	27.3%

来源：国金证券研究所

图表 48：白云机场营收与成本预测

		2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入合计								
		6,761	7,822	8,193	8,946	9,811	10,741	11,737
YoY		9.6%	15.7%	4.7%	9.2%	9.7%	9.5%	9.3%
航空服务业务								
		3,844	3,942	3,429	3,676	3,925	4,185	4,451
YoY		10.8%	2.6%	-13.0%	7.2%	6.8%	6.6%	6.4%
航空性延伸服务								
		2917	3,880.0	4,764.1	5,269.5	5,885.7	6,556.4	7,286.1
YoY		8.2%	33.0%	22.8%	10.6%	11.7%	11.4%	11.1%
广告业务								
		410	498	654	718	790	871	958
YoY		14.0%	21.4%	31.4%	9.8%	10.1%	10.2%	10.0%
特许经营业务								
		314	370.6	682.6	938.6	1227.7	1546.9	1909.3
YoY		17.2%	18.0%	84.2%	37.5%	30.8%	26.0%	23.4%
商业收入								
		159.0	743.9	1019.7	1080.8	1145.7	1214.4	1287.3
YoY		3.2%	367.9%	37.1%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
营业成本合计								
		4,019	5,813	6,468	6,858	7,133	7,394	7,675
YoY		7.9%	44.6%	11.3%	6.0%	4.0%	3.7%	3.8%
1. 人工成本								
		1,846	2,154	2,292	2,370	2,450	2,532	2,616
YoY		10.4%	16.7%	6.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.3%
2. 折旧								
		602.7	1231.2	1473.9	1507.1	1508.6	1510.0	1511.4

来源：国金证券研究所

估值：

- 2019 年由于民航发展基金取消+T2 成本阶梯增长，是公司业绩最为困难一年，对应 19 年 PE 估值（32 倍）也高出历史均值（22 倍）。但是结合机场的产能周期，刚进入放量周期时，产能利用率开始回升，业绩低点，估值偏高是周期必经阶段，并且由于存在免税等商业业务爆发，业绩迅速增长将快速消化估值。

图表 49：盈利预测汇总

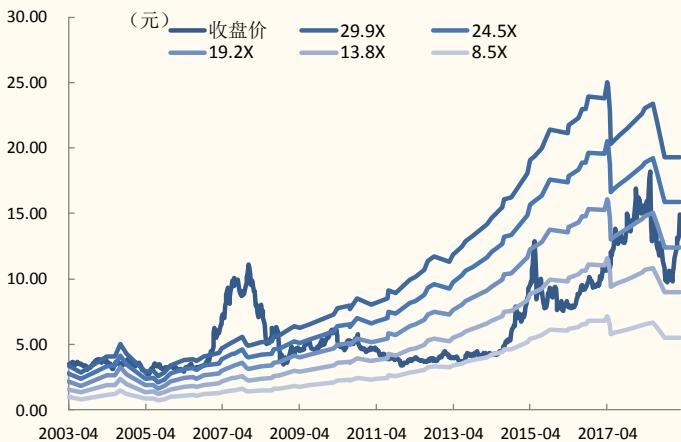
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6167.0	6761.0	7822.3	8193.5	8945.5
%	9.8%	9.6%	15.7%	4.7%	9.2%
营业成本	3724.0	4018.9	5812.9	6468.2	6857.7
%	10.6%	7.9%	44.6%	11.3%	6.0%
毛利润	2443.0	2742.1	2009.4	1725.2	2087.9
毛利率	39.6%	40.6%	25.7%	21.1%	23.3%
归母净利润	1393.9	1595.8	1124.4	924.3	1205.8
%	11.2%	14.5%	-29.5%	-17.8%	30.5%
EPS (元/股)	1.21	0.77	0.54	0.45	0.58
PE	11.9	18.8	26.6	32.4	24.8

来源：国金证券研究所（注：4月8日股价为基准）

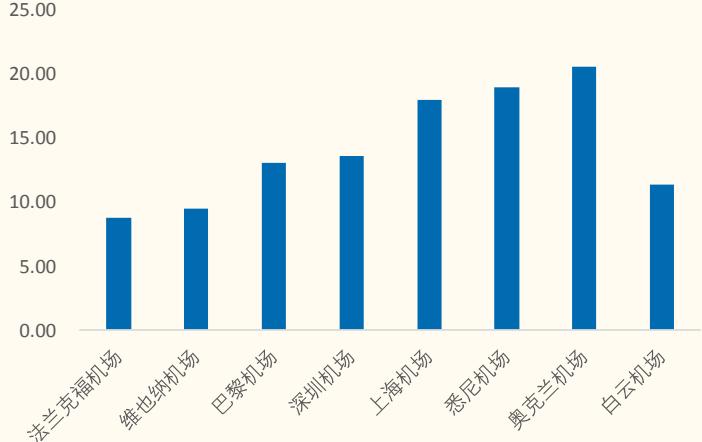
- 为减轻产能周期对于估值的影响，我们选取了另一相对估值指标 $EV/EBITDA$ ，消除折旧对于估值的影响，并且与国内外机场进行对比，发现白云机场相对较低。

目前白云机场 $EV/EBITDA$ 仅 11 倍，相比商业发展成熟的上海机场、巴黎机场、悉尼机场等较低，相比深圳机场也存在差距。我们认为现阶段白云机场放量并配合流量变现能力成长，公司相对估值水平仍有修复空间。

图表 50：白云机场历史估值 22 倍



来源：Wind，国金证券研究所

图表 51：白云机场 $EV/EBITDA$ 相对较低

来源：Wind, Bloomberg，国金证券研究所

- 另外，我们对白云机场进行了 DCF 绝对估值。假设公司将在 2022 年再次新建产能，资本开支共约 210 亿。计算过程中，我们采用 10 年期国债近 1 年收益率平均值 3.14% 作为无风险收益率，目标债务比例 11.8%，计算得出 WACC 为 10.0%，最终白云机场股票价值为 416 亿，当前总股本 20.7 亿股，计算得出每股价值为 20.12 元，仍存在约 40% 的空间。

图表 52: DCF 估值参数

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	1.05	股本总额(百万股)	2,069.32
无风险利率	3.14%	股价	14.46 2019.4.8股价
风险溢价	7.05%	股票市值	29,922.37
资产贴现率Ka	10.54%	债务总额	3,986.34
加权平均资本成本WACC		债务利率	4.50%
D/(E+D)	11.76%	实际税率	25.00%
E/(E+D)	88.24%	股票Beta	1.10
WACC	10.01%	股票贴现率Ke	10.90%

来源：国金证券研究所

图表 53: DCF 估值计算过程

每股价值	20.12										TV增长率为 2.0%	合计
	企业值	45,720.97	股票价值	41,641.04	WACC	10.01%	债务	3,986.34	投资	373.84	少数股东权益	
会计年度截止日: 12/31	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TV	113,799.64
FCF	-538.83	583.95	1,599.79	3,040.73	-894.84	419.97	-236.08	783.54	3,959.14	7,652.04	97,430.24	45,347.12
PV(FCF)	-489.80	482.51	1,201.59	2,076.03	-555.35	236.92	-121.06	365.24	1,677.56	2,947.26	37,526.23	

来源：国金证券研究所

6. 投资建议

- 白云机场作为粤港澳门户枢纽，受益于航空需求旺盛，并在目前竞争中具备优势，处于流量发展的黄金窗口期。T2 航站楼投产后，产能瓶颈打开，航空业务放量，国际线流量迎来高速增长，推动白云机场流量变现能力提高，同时借机提高管理效率，降低费用率。产能利用率的提升驱动盈利能力及 ROE 处于爬升阶段。民航发展基金取消+T2 成本阶梯增长的利空逐步出尽，预计季度业绩开始环比企稳，2019Q2 同比降幅大幅缩窄。
预测公司 2018~2020 年 EPS 为 0.54 元、0.45 元、0.58 元，对应 PE 分别为 27 倍、32 倍、25 倍，DCF 估值显示公司价值为 416 亿，仍存在约 40% 的空间。给予“买入”评级，目标价 19.0 元，经过 19 年业绩最低点后，对应 2020 年 PE33X。

7. 风险提示

- 免税销售不及预期。新开免税店时间延后，或受到宏观经济下行影响，出境游意愿下滑。
- 天气或突发性事件影响，导致机场流量骤降，流量增长不及预期。
- 关联交易风险。公司向集团租赁等运营成本等为关联交易，集团或将通过调整关联交易金额平衡利益。
- 时刻增长不及预期。空域容量低于预期，导致时刻增速下滑。

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	7,822	8,193	8,946
增长率	9.7%	9.6%	15.7%	4.7%	9.2%	
主营业务成本	-3,366	-3,724	-4,019	-5,813	-6,468	-6,858
%销售收入	59.9%	60.4%	59.4%	74.3%	78.9%	76.7%
毛利	2,254	2,443	2,743	2,009	1,725	2,088
%销售收入	40.1%	39.6%	40.6%	25.7%	21.1%	23.3%
营业税金及附加	-46	-66	-88	-78	-82	-89
%销售收入	0.8%	1.1%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-103	-101	-88	-23	-25	-27
%销售收入	1.8%	1.6%	1.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-456	-393	-423	-391	-369	-376
%销售收入	8.1%	6.4%	6.3%	5.0%	4.5%	4.2%
息税前利润(EBIT)	1,649	1,882	2,143	1,517	1,250	1,596
%销售收入	29.3%	30.5%	31.7%	19.4%	15.3%	17.8%
财务费用	48	6	-39	-120	-121	-101
%销售收入	-0.8%	-0.1%	0.6%	1.5%	1.5%	1.1%
资产减值损失	32	-19	-19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	30	46	50	50	60
%销售收入	1.0%	1.6%	2.1%	3.3%	4.1%	3.7%
净利润	1,253	1,394	1,596	1,124	924	1,206
净利润率	22.3%	22.6%	23.6%	14.4%	11.3%	13.5%

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	1,157	1,212	1,343
应收账款	768	917	1,020	922	965	1,054
存货	73	72	79	96	106	113
其他流动资产	36	115	177	29	32	34
流动资产	2,213	2,094	4,113	2,203	2,316	2,544
%总资产	18.0%	11.8%	18.3%	8.9%	9.5%	10.9%
长期投资	283	286	374	374	374	374
固定资产	9,505	14,964	17,697	21,238	20,864	19,479
%总资产	77.1%	84.3%	78.6%	86.0%	85.4%	83.7%
无形资产	62	52	51	597	598	598
非流动资产	10,111	15,649	18,407	22,489	22,116	20,731
%总资产	82.0%	88.2%	81.7%	91.1%	90.5%	89.1%
资产总计	12,325	17,743	22,520	24,692	24,432	23,275
短期借款	0	0	1,420	0	0	0
应付款项	1,910	2,186	1,606	3,912	3,223	2,290
其他流动负债	459	423	2,355	405	420	463
流动负债	2,369	2,609	5,382	4,317	3,643	2,753
长期贷款	0	0	950	950	950	950
其他长期负债	183	4,260	1,088	3,312	3,112	2,012
负债	2,552	6,869	7,420	8,579	7,705	5,715
普通股股东权益	9,571	10,767	15,006	16,019	16,633	17,467
少数股东权益	201	108	94	94	94	94
负债股东权益合计	12,325	17,743	22,520	24,692	24,432	23,275

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.090	1.212	0.771	0.543	0.447	0.583
每股净资产	8.323	9.362	7.252	7.741	8.038	8.441
每股经营现金流	1.512	1.701	1.040	1.464	0.857	0.872
每股股利	0.320	0.370	0.240	0.160	0.150	0.180
回报率						
净资产收益率	13.09%	12.95%	10.63%	7.02%	5.56%	6.90%
总资产收益率	10.17%	7.86%	7.09%	4.55%	3.78%	5.18%
投入资本收益率	12.43%	9.79%	9.06%	5.66%	4.57%	5.91%
增长率						
主营业务收入增长率	1.67%	9.73%	9.65%	15.69%	4.75%	9.18%
EBIT增长率	7.11%	14.13%	13.83%	-29.22%	-17.58%	27.67%
净利润增长率	15.21%	11.23%	14.49%	-29.54%	-17.79%	30.45%
总资产增长率	11.30%	43.97%	26.92%	9.65%	-1.05%	-4.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.6	40.4	43.0	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	7.5	7.1	6.9	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	10.6	14.8	20.7	20.0	17.0	15.0
固定资产周转天数	480.6	415.3	464.4	977.3	911.9	774.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.67%	19.93%	-3.09%	17.56%	15.39%	7.65%
EBIT利息保障倍数	-34.6	-292.5	55.4	12.6	10.4	15.8
资产负债率	20.71%	38.71%	32.95%	34.74%	31.54%	24.55%

来源：公司年报、国金证券研究所

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,295	1,392	1,601	1,124	924	1,206
少数股东损益	41	-2	5	0	0	0
非现金支出	531	609	632	1,240	1,488	1,522
非经营收益	-106	-31	75	81	92	65
营运资金变动	20	-14	-155	585	-732	-987
经营活动现金净流	1,739	1,956	2,153	3,030	1,773	1,805
资本开支	-3,165	-5,293	-4,034	-5,316	-1,112	-134
投资	0	-81	-30	0	0	0
其他	18	30	6	50	50	60
投资活动现金净流	-3,147	-5,345	-4,058	-5,266	-1,062	-74
股权筹资	0	0	1	0	0	0
债权筹资	0	3,455	4,370	829	-200	-1,100
其他	-348	-420	-617	-273	-456	-500
筹资活动现金净流	-348	3,035	3,753	555	-656	-1,600
现金净流量	-1,756	-354	1,849	-1,680	55	131

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	1	3	4	7	18
增持	0	0	2	2	4
中性	1	3	6	6	6
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.17	1.93	1.57

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	2017-08-31	买入	13.75	N/A
2	2017-10-31	买入	14.06	N/A
3	2017-11-08	买入	14.72	N/A
4	2018-03-24	买入	15.23	N/A
5	2018-04-22	买入	15.23	N/A
6	2018-08-02	买入	14.16	17.00~17.00
7	2018-08-19	买入	12.64	N/A
8	2018-10-30	买入	10.22	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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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