

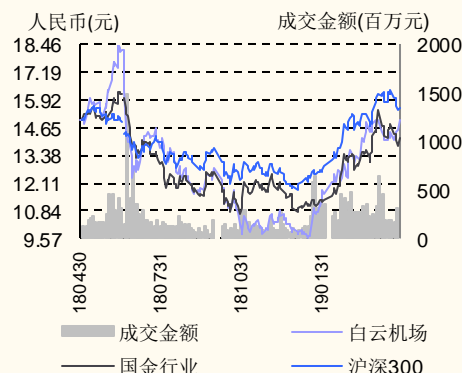
白云机场 (600004.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 15.04 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) 31,122.58
 年内股价最高最低 (元) 18.47/9.57
 沪深 300 指数 3900.33
 上证指数 3062.50



相关报告

- 1.《粤港澳门门户，T2 助力流量变现能力提升-2019-04-08...》，2019.4.9
- 2.《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...》，2018.10.30
- 3.《T2 投产成本阶梯式上升，看好非航成长-2018-08-19...》，2018.8.19
- 4.《广告业务统一模式，枢纽机场非航逻辑强化-2018-08-0...》，2018.8.2

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

业绩低点已至，放量周期到来

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.771	0.546	0.461	0.602	0.729
每股净资产 (元)	7.25	7.55	7.98	8.42	8.92
每股经营性现金流 (元)	1.04	1.51	0.89	0.73	1.03
市盈率 (倍)	19.06	18.42	32.65	24.99	20.64
净利润增长率 (%)	14.49%	-29.24%	-15.58%	30.67%	21.06%
净资产收益率 (%)	10.63%	7.23%	5.77%	7.15%	8.17%
总股本 (百万股)	2,069.32	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 年实现营收 77.5 亿，同比增长 14.6%；实现归母净利润 11.3 亿，同比下降 29.2%，扣非归母净利润 10.8 亿，同比下降 31.1%；2019Q1 营收 19.2 亿，同比增长 11.3%；实现归母净利润 2.2 亿，同比下降 48.3%，扣非归母净利润 2.1 亿，同比下降 50.4%，业绩符合预期。

经营分析

- 产能瓶颈打开，即将进入放量周期：白云 T2 在 18 年 5 月投产后，民航局给予公司双航站楼运营过渡期，时刻增量较少，18 年及 19Q1 流量增速维持低位。18 年完成航班起降 47.7 万架次 (+2.6%)、旅客吞吐量 6974.3 万人次 (+5.9%)；19Q1 完成航班起降 12.1 万架次 (+2.8%)、旅客吞吐量 1814.8 万人次 (+4.8%)。在基地航司南航等航司的国际化战略推动下，国际线提升更快，18 年国际线旅客吞吐量同增 9.0%，另据民航数据快报报道，19Q1 国际 (含地区) 旅客吞吐量达到 467 万人次，同比增长 10.0%。在经过近一年的高效运营后，白云将迎来放量周期，19 夏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，预计流量增长将加速。
- T2 助力营收加速，成本刚性增长拖累业绩：报告期营收高于流量增速，源于 T2 投产后，免税、广告和商业租赁业务的变现能力提升，若按流量比例剔除民航发展基金返还取消影响，Q1 公司营收同增约 28%。目前公司人均免税销售额相比浦东和首都机场差距明显，预计将成为营收增量主力。但由于 T2 投产折旧等成本刚性增长，18 年/19Q1 营业成本分别同增 35.4%/45.2%，其中 18 年折旧费增加 8.1 亿，使得 18 年/19Q1 毛利率分别为 29.8%/21.3%，分别同降 10.8pct/18.4pct。我们认为伴随白云放量，产能利用率和变现能力的提升将驱动盈利能力重新爬升。
- 经营管理效率持续提升：公司借助 T2 投产契机，将更多延伸业务外包运营，2018 年末子公司员工数量相比 2017 年末减少 2559 人。由于外包成本更低，有助于公司降低成本，提升经营效率。另外公司费用率继续优化，18 年/19Q1 管理和销售费用率分别为 7.1%/1.0%，分别同降 0.5pct/3.7pct。

投资建议

- 白云机场处于流量发展的黄金窗口期，T2 投产推动白云机场流量变现能力提升。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，预计 19 年公司业绩下滑，但季度业绩低点已至，将快速消化产能放量初期较高的 PE 估值。预测公司 19~21 年 EPS 为 0.46/0.60/0.73 元，对应 PE 分别为 33/25/21 倍，给予“买入”评级。

风险提示

- 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。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	6,167	6,762	7,747	8,226	8,982	9,794
增长率	9.6%	14.6%	6.2%	9.2%	9.0%	
主营业务成本	-3,724	-4,019	-5,442	-6,402	-6,762	-7,180
%销售收入	60.4%	59.4%	70.3%	77.8%	75.3%	73.3%
毛利	2,443	2,743	2,305	1,824	2,220	2,614
%销售收入	39.6%	40.6%	29.7%	22.2%	24.7%	26.7%
营业税金及附加	-66	-88	-128	-132	-144	-157
%销售收入	1.1%	1.3%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	-101	-88	-69	-49	-45	-49
%销售收入	1.6%	1.3%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%
管理费用	-393	-423	-446	-452	-449	-490
%销售收入	6.4%	6.3%	5.8%	5.5%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	1,882	2,143	1,661	1,191	1,583	1,918
%销售收入	30.5%	31.7%	21.4%	14.5%	17.6%	19.6%
财务费用	6	-39	-157	2	2	9
%销售收入	-0.1%	0.6%	2.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-19	-19	-32	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	30	46	29	50	50	60
%税前利润	1.6%	2.1%	1.9%	3.9%	3.0%	3.0%
营业利润	1,900	2,165	1,528	1,268	1,658	2,008
营业利润率	30.8%	32.0%	19.7%	15.4%	18.5%	20.5%
营业外收支	5	1	10	3	3	3
税前利润	1,905	2,166	1,538	1,271	1,661	2,011
利润率	30.9%	32.0%	19.9%	15.5%	18.5%	20.5%
所得税	-513	-565	-376	-318	-415	-503
所得税率	26.9%	26.1%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,392	1,601	1,162	953	1,246	1,508
少数股东损益	-2	5	33	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,394	1,596	1,129	953	1,246	1,508
净利率	22.6%	23.6%	14.6%	11.6%	13.9%	15.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,392	1,601	1,162	953	1,246	1,508
少数股东损益	-2	5	33	0	0	0
非现金支出	609	632	1,355	1,472	1,538	1,603
非经营收益	-31	75	105	-3	-8	-18
营运资金变动	-14	-155	497	-573	-1,267	-965
经营活动现金净流	1,956	2,153	3,119	1,850	1,509	2,128
资本开支	-5,293	-4,034	-1,812	-1,109	-1,112	-1,112
投资	-81	-30	0	0	0	0
其他	30	6	4	50	50	60
投资活动现金净流	-5,345	-4,058	-1,808	-1,059	-1,062	-1,052
股权募资	0	1	0	0	0	0
债权募资	3,455	4,370	-1,201	-723	0	0
其他	-420	-617	-656	-94	-397	-500
筹资活动现金净流	3,035	3,753	-1,857	-817	-397	-500
现金净流量	-354	1,849	-546	-26	50	576

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	990	2,837	2,284	2,257	2,307	2,883
应收款项	917	1,020	1,256	1,194	1,304	1,422
存货	72	79	61	70	74	79
其他流动资产	115	177	188	32	34	36
流动资产	2,094	4,113	3,789	3,554	3,719	4,420
%总资产	11.8%	18.3%	14.0%	13.4%	14.2%	16.7%
长期投资	286	374	380	380	380	380
固定资产	14,964	17,697	22,023	21,664	21,239	20,749
%总资产	84.3%	78.6%	81.4%	81.9%	81.1%	78.6%
无形资产	52	51	564	566	568	570
非流动资产	15,649	18,407	23,276	22,889	22,467	21,979
%总资产	88.2%	81.7%	86.0%	86.6%	85.8%	83.3%
资产总计	17,743	22,520	27,065	26,443	26,186	26,398
短期借款	0	1,420	520	0	0	0
应付款项	2,186	1,606	6,808	6,071	4,878	3,992
其他流动负债	423	2,355	2,444	2,426	2,468	2,513
流动负债	2,609	5,382	9,772	8,497	7,346	6,505
长期贷款	0	950	650	650	650	650
其他长期负债	4,260	1,088	901	650	650	650
负债	6,869	7,420	11,323	9,797	8,646	7,805
普通股股东权益	10,767	15,006	15,616	16,520	17,414	18,467
少数股东权益	108	94	127	127	127	127
负债股东权益合计	17,743	22,520	27,065	26,443	26,186	26,398

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	1.212	0.771	0.546	0.461	0.602	0.729
每股净资产	9.362	7.252	7.546	7.983	8.415	8.924
每股经营现金净流	1.701	1.040	1.507	0.894	0.729	1.028
每股股利	0.370	0.240	0.170	0.130	0.170	0.220
回报率						
净资产收益率	12.95%	10.63%	7.23%	5.77%	7.15%	8.17%
总资产收益率	7.86%	7.09%	4.17%	3.61%	4.76%	5.71%
投入资本收益率	9.79%	9.06%	7.27%	5.06%	6.41%	7.36%
增长率						
主营业务收入增长率	9.73%	9.65%	14.57%	6.19%	9.19%	9.04%
EBIT增长率	14.13%	13.83%	-23.95%	-28.44%	33.41%	21.43%
净利润增长率	11.23%	14.49%	-29.24%	-15.58%	30.67%	21.06%
总资产增长率	43.97%	26.92%	20.18%	-2.30%	-0.97%	0.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.4	43.0	46.9	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	7.1	6.9	4.7	4.0	4.0	4.0
应付账款周转天数	14.8	20.7	22.3	20.0	17.0	15.0
固定资产周转天数	415.3	464.4	1,034.5	953.8	852.2	759.6
偿债能力						
净负债/股东权益	19.93%	-3.09%	-7.07%	-9.66%	-9.45%	-12.01%
EBIT利息保障倍数	-292.5	55.4	10.4	-597.1	-707.9	-217.8
资产负债率	38.71%	32.95%	41.84%	37.05%	33.02%	29.57%

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	4	7	7	20
增持	2	2	2	4	4
中性	0	1	4	6	6
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.57	1.77	1.94	1.53

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	2017-10-31	买入	14.06	N/A
2	2017-11-08	买入	14.72	N/A
3	2018-03-24	买入	15.23	N/A
4	2018-04-22	买入	15.23	N/A
5	2018-08-02	买入	14.16	17.00~17.00
6	2018-08-19	买入	12.64	N/A
7	2018-10-30	买入	10.22	N/A
8	2019-04-09	买入	14.46	19.00~19.00

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，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