

2019 年 5 月 31 日

張楠

fiona.zhang@capital.com.tw

目標價(元)

18.6

公司基本資訊

產業別	交通运输
A 股價(2019/5/30)	15.55
上证指數(2019/5/30)	2905.81
股價 12 個月高/低	18.56/9.5
總發行股數(百萬)	2069.32
A 股數(百萬)	2069.32
A 市值(億元)	321.78
主要股東	广东省机场管理 集團有限公司 (51.05%)
每股淨值(元)	7.66
股價/賬面淨值	2.03
股價漲跌(%)	一個月 3.4 三個月 15.3 一年 -0.3

近期評等

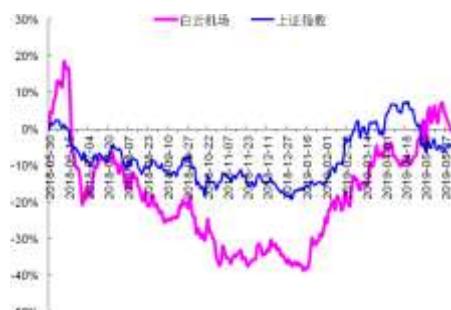
出刊日期 前日收盤 評等

產品組合

速運物流	99.32%
商業銷售	0.11%
其他	0.57%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	4.9%
一般法人	57.4%

股價相對大盤走勢

白雲機場(600004.SH)
Buy 買入
非航增速有望加快，业绩回升可期
結論與建議：

白云机场位于珠三角核心区域，是新近跻身国内三大国际枢纽机场，而粤港澳大湾区整体的航空需求仍存在空间，有望受益于增量红利期持续向好。公司 18-19 年业绩受制于 T2 航站楼投产后成本上升、民航发展基金返还取消等负面影响，导致 18-19 年业绩遭遇低谷。随着成本端压力的逐季减轻和非航业务的新增盈利渐入佳境，将会消除公司业绩中各方不确定因素，使得公司业绩进入新一轮上升周期，将于 2020 年触底回升。预计 2019-2021 年实现净利润 10.17 亿元、13.22 亿元、16.48 亿元，YOY 分别增长-9.94%、29.98%、24.73%，EPS 为 0.49 元、0.64 元、0.80 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 31.70 倍、24.39 倍、19.56 倍，对此给予买入的投资建议。

■ **业绩符合预期，国际航线增速高于国内航线：**公司 2018 年全年实现营业收入 77.47 亿元，yoY+14.57%，归母净利润 11.29 亿元，yoY-29.24%，扣非后净利润 10.78 亿元，yoY-31.07%；2019 年 Q1 实现营业收入 19.17 亿元，yoY+11.26%，归母净利润 2.24 亿元，yoY-48.34%，扣非后净利润 2.14 亿元，yoY-50.38%，基本符合预期。

2018 年全年实现飞机起降架次 47.45 万次，旅客吞吐量 6974 万人次，货邮吞吐量 189.08 万吨，同比分别增长 2.6%，5.9%，6.2%。其中，国际航线起降 12.27 万次，旅客吞吐量 1732 万人次，货邮吞吐量 114.5 万吨，同比分别增长 4.6%、9.0%、7.8%。2019 年 Q1 实现航班起降 12.1 万次，旅客吞吐量 1815 万人次，货邮吞吐量 43.01 万吨，同比分别增长 2.78%、4.8%、1.81%。

■ **T2 投产成本大幅增加，取消机场建设费返还带来短期业绩承压：**

1) 2018 年营业成本 54.42 亿元，同比增长 35.34%，主要是受 T2 航站楼自 2018 年 5 月投产后，带来折旧费、人工费、水电费等运维成本的大幅增加；

2) 公司财务费用 1.57 亿元，同比增长 306.65%，主要是公司发行超短融等带来的利息支出的增加；

3) 机场建设费返还政策取消：2018 年 6 月，公司收到民航局财务司转发的财政部通知，取消民航发展基金用于白云机场等上市机场返还作企业收入处理的政策，设置半年政策过渡期，2015-2018 年公司收入中民航发展基金返还数额 6.98 亿元、7.77 亿元、8.37 亿元、8.59 亿元。政策的取消使得 2019 年营收将减少 10 亿元。短期来看，对公司 2019 年业绩有较大影响，但随着非航业务的不断增长，将弥补政策取消带来的不利影响。

■ **T2 投产助力流量变现，中免补足非航业务短板：**2018 年公司航空性收入增长强劲，航空收入 65.72 亿元，同比增长 24.49%，主要源于 T2 航站楼投产，以及外部受益于香港机场需求溢出等，加之作为主基地航空公司南航近年来的战略转型，不断增强国际业务，航线网络布局越来越完善，加速白云机场国际战略的推进。

白云机场免税业务一直是其发展短板，主要受制于 T1 航站楼免税面积不足、产品性价比不够、品类残缺，旅客购买意愿低等因素，使得人均销售额无法与上海、北京相比。随着 T2 航站楼投产后，商业面积增加 3.6 倍以及中免中标 T1/T2 免税经营权，叠加放量期间国际旅客快速增长，将大幅提升非航业务收入。伴随着出境游下沉二三线城市，作为南中国最佳出入境点，国内飞往东南亚等主要城市的航班约 3 成以上从白云起飞，从地理位置和航线安排上，公司将优先受益二三线出境游下沉。随

着旅客结构的持续优化，免税收入在需求端的多重刺激下将加速释放，对标上海、北京机场，未来非航收入大爆发可期。预计公司 2019-2021 年免税收入可达 4.5 亿元、4.8 亿元、5 亿元。结合公司发布的各项经营合作协议，对主要的招商项目进行如下推测，非航收入对公司的盈利贡献持续提升，非航收入可达 27.01 亿元、31.43 亿元、36.48 亿元。

- **盈利預測：**公司 2019 年業績受制于 T2 航站樓投產成本上升、民航發展基金返還取消等負面因素影響，業績將會承壓，預計 2020 年触底回升。伴隨着成本端壓力的逐季減輕和非航業務的新增盈利漸入佳境，將會消除公司業績中各方不確定因素，使得公司業績進入新一輪上升周期。預計 2019-2021 年實現淨利潤 10.17 億元、13.22 億元、16.48 億元，YOY 分別增長-9.94%、29.98%、24.73%，EPS 為 0.49 元、0.64 元、0.80 元，當前 A 股價對應 PE 分別為 31.70 倍、24.39 倍、19.56 倍，對此給予買入的投資建議。
- **風險提示：**宏觀經濟波動，行業政策、市場競爭加劇，免稅業務增長不及預期等。

.....接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019F	2020F	2021F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	1,595.78	1,129.17	1,016.91	1,321.78	1,648.62
同比增減	%	14.49%	-29.24%	-9.94%	29.98%	24.73%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.82	0.55	0.49	0.64	0.80
同比增減	%	-32.23%	-32.93%	-10.65%	29.98%	24.73%
A 股市盈率(P/E)	倍	17.63	28.33	31.70	24.39	19.56
股利 (DPS)	RMB 元	0.24	0.17	0.20	0.20	0.20
股息率 (Yield)	%	1.66%	1.69%	1.27%	1.27%	1.27%

預期報酬(Expected Return; ER)為準，說明如下：

強力買入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 買入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

賣出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 強力賣出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合併損益表

百萬元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
營業額	6,761.55	7,746.82	7,917.93	8,720.24	9,621.06
經營成本	4,018.89	5,442.28	5,834.60	6,134.08	6,461.04
毛利	2,742.66	2,304.54	2,083.33	2,586.16	3,160.02
營業稅金及附加	88.50	128.31	134.60	148.24	163.56
銷售費用	88.35	69.16	79.18	87.20	96.21
管理費用	423.11	446.39	459.24	505.77	558.02
財務費用	38.67	157.25	63.34	87.20	96.21
資產減值損失	18.78	32.01	25.00	25.00	25.00
投資收益	45.62	28.76	35.00	35.00	35.00
營業利潤	2,164.94	1,528.13	1,396.55	1,811.34	2,256.02
稅前利潤	2,165.78	1,538.34	1,383.55	1,798.34	2,243.02
所得稅	564.54	376.41	345.89	449.58	560.75
少數股東權益	5.46	32.76	20.75	26.98	33.65
淨利潤	1,595.78	1,129.17	1,016.91	1,321.78	1,648.62

附二：合併資產負債表

百萬元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
貨幣資金	2,836.96	2,283.56	3,326.65	5,236.97	7,632.74
存貨	79.15	61.34	64.41	96.61	115.93
應收帳款	821.34	1,167.90	1,226.30	1,287.61	1,351.99
流動資產合計	4,112.56	3,788.98	4,917.35	6,921.19	9,400.66
長期投資淨額	199.36	220.32	231.34	347.00	520.51
固定資產合計	8,603.49	21,956.38	20,858.56	19,815.63	18,824.85
在建工程	9,093.83	66.86	33.43	16.72	13.37
無形資產及其他資產合計	27.94	550.14	660.17	1,056.27	1,267.52
資產總計	22,519.54	27,064.96	26,700.84	28,156.82	30,026.91
流動負債合計	5,381.83	9,772.03	8,727.34	9,193.99	9,743.85
長期負債合計	2,037.92	1,550.62	1,628.15	1,709.56	1,795.04
負債合計	7,419.75	11,322.65	10,355.49	10,903.55	11,538.89
少數股東權益	93.59	126.59	132.92	139.57	146.54
股東權益合計	15,099.79	15,742.31	16,345.36	17,253.27	18,488.02
負債和股東權益總計	22,519.54	27,064.96	26,700.84	28,156.82	30,026.91

附三：合併現金流量表

百萬元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
經營活動產生的現金流量淨額	2,153.07	3,119.31	1,871.59	2,807.38	3,368.85
投資活動產生的現金流量淨額	(4,057.85)	(1,808.22)	(271.23)	(311.92)	(358.71)
籌資活動產生的現金流量淨額	3,753.36	(1,857.56)	(557.27)	(585.13)	(614.39)
現金及現金等價物淨增加額	1,848.61	(545.97)	1,043.09	1,910.33	2,395.76

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。