



白云机场 (600004): 航空性业务稳健增长, 国际业务拓展持续加力

——白云机场 (600004) 2019 年中报点评

2019 年 09 月 02 日

推荐/首次

白云机场 公司报告

投资要点:

- 事件:** 公司发布 2019 年半年报, 上半年公司实现营业收入 38.60 亿元, 同比增长 3.74%; 实现归母净利润 4.28 亿元, 同比减少 39.10%。
- 航空性业务稳健增长, 国际业务拓展持续加力。** 上半年公司实现营业收入 38.60 亿元, 同比增长 3.74%, 营收增长放缓主要是由于民航发展基金返还收入于 18 年 12 月取消, 扣除补贴取消对营收约 4.63 亿的负面影响, 测算上半年可比营收增速约为 18.5%, 增速可观。上半年公司实现归母净利润 4.28 亿元, 同比减少 39.10%。扣除补贴影响, 测算可比净利润增速约为 20.5%, 可见 T2 投产带来的折旧费用、运行维护费用增加等成本端的负面影响, 已由机场业务增长、部分老资产已达折旧计提年限等因素所抵消。公司上半年业绩已触底, 由于 T2 航站楼于去年 4 月投入运营, 随着下半年随着成本端和补贴取消的基数效应消除, 公司业绩将触底回升。
- 机场大部分利润由非航业务贡献, 国内机场的非航收入具有较大弹性。** 收入端, 客流质量决定单客的消费水平, 国际航线旅客机场逗留市场长, 消费能力强, 可享受免税政策, 因此国际旅客占比增长对于提升机场免税商业收入和非航收入非常重要。我们看好白云机场的国际旅客长期提升空间, 一是随着广东省人均 gdp 的提升, 省内居民的国际出游需求有较大提升潜力; 二是粤西地区暂无大机场, 粤西旅客的航空出行大部分将通过白云机场来实现; 三是 T2 投产突破国际线产能瓶颈。白云机场作为中国南部定位国际航空枢纽的大机场, 免税收入与非航收入具备长期增长潜能。
- 白云机场 T2 投产, 打开内生增长空间。** 白云机场一号航站楼, 每年承载的客流量早已超过了当初 3500 万人次的设计容量, 17 年时 T1 承载旅客量超 6500 万人次。白云机场二号航站楼于 18 年 4 月投产, 按照目前的设计, T2 航站楼可以承载旅客 4500 万, 预计 2 年后, 白云机场的旅客吞吐量将接近 8000 万人次, T2 的投产将大大缓解机场运营压力, 国际航线的拓展, 一方面提升了航空性业务收费水平, 另一方面有利于免税业务做大做强, 从而打开公司长期内生增长空间。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019-2021 年主营收入分别为 79.58 亿、85.93 亿和 93.19 亿元, 归母净利润分别为 9.14 亿、11.95 亿和 15.67 亿元, 考虑摊薄后对应 EPS 分别为 0.44 元、0.58 元和 0.76 元, 对应 PE 分别为 42 倍、32 倍和 25 倍, 首次覆盖, 给予公司“推荐”评级。
- 风险提示:** 空域资源紧张; 免税政策变化; 宏观经济波动等。

财务指标预测

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 6,761.55 | 7,746.82 | 7,958.05 | 8,593.41 | 9,318.85 |
| 增长率 (%) | 9.65% | 14.57% | 2.73% | 7.98% | 8.44% |
| 净利润 (百万元) | 1,595.78 | 1,129.17 | 914.30 | 1,195.27 | 1,566.80 |
| 增长率 (%) | 14.49% | -29.24% | -19.03% | 30.73% | 31.08% |
| 净资产收益率 (%) | 10.63% | 7.23% | 5.58% | 6.88% | 8.38% |
| 每股收益(元) | 0.82 | 0.55 | 0.44 | 0.58 | 0.76 |
| PE | 22.80 | 34.00 | 42.32 | 32.37 | 24.70 |
| PB | 2.58 | 2.48 | 2.36 | 2.23 | 2.07 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司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。

未来 3-6 个月重大事项提示:

无

交易数据

| | |
|-----------------|---------------|
| 52 周股价区间 (元) | 18.7-12.4 |
| 总市值 (亿元) | 386.96 |
| 流通市值 (亿元) | 386.96 |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 206932/206932 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | / |
| 52 周日均换手率 | 0.7 |

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110001

分析师: 曹弈丰

13761603579

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050005

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------------|---------|-------|---------|---------|------------------|---------|---------|---------|--------|--------|--|--|--|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | | |
| 流动资产合计 | 4113 | 3789 | 4410 | 7265 | 10431 | 营业收入 | 6762 | 7747 | 7958 | 8593 | 9319 | | | |
| 货币资金 | 2837 | 2284 | 2863 | 5612 | 8659 | 营业成本 | 4019 | 5442 | 6050 | 6338 | 6546 | | | |
| 应收账款 | 821 | 1168 | 1200 | 1296 | 1405 | 营业税金及附加 | 88 | 128 | 119 | 129 | 140 | | | |
| 其他应收款 | 138 | 62 | 64 | 69 | 75 | 营业费用 | 88 | 69 | 40 | 43 | 47 | | | |
| 预付款项 | 11 | 15 | 15 | 15 | 15 | 管理费用 | 423 | 446 | 454 | 490 | 527 | | | |
| 存货 | 79 | 61 | 68 | 71 | 74 | 财务费用 | 39 | 157 | 80 | 3 | -26 | | | |
| 其他流动资产 | 166 | 173 | 173 | 173 | 173 | 研发费用 | 0 | 31 | 0 | 0 | 0 | | | |
| 非流动资产合计 | 18407 | 23276 | 21488 | 19705 | 17923 | 资产减值损失 | 18.78 | 32.01 | 32.01 | 32.01 | 32.01 | | | |
| 长期股权投资 | 199 | 220 | 220 | 220 | 220 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 固定资产 | 8603 | 21956 | 20200 | 18443 | 16687 | 投资净收益 | 45.62 | 28.76 | 28.76 | 28.76 | 28.76 | | | |
| 无形资产 | 28 | 550 | 517 | 486 | 457 | 加: 其他收益 | 32.72 | 57.02 | 57.02 | 57.02 | 57.02 | | | |
| 其他非流动资产 | 8 | 3 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 2165 | 1528 | 1271 | 1646 | 2141 | | | |
| 资产总计 | 22520 | 27065 | 25898 | 26970 | 28354 | 营业外收入 | 7.69 | 12.61 | 12.61 | 12.61 | 12.61 | | | |
| 流动负债合计 | 5382 | 9772 | 9796 | 9818 | 9834 | 营业外支出 | 6.84 | 2.40 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | | | |
| 短期借款 | 1400 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 2166 | 1538 | 1279 | 1654 | 2149 | | | |
| 应付账款 | 262 | 414 | 453 | 475 | 491 | 所得税 | 565 | 376 | 320 | 413 | 537 | | | |
| 预收款项 | 33 | 117 | 117 | 117 | 117 | 净利润 | 1601 | 1162 | 959 | 1240 | 1612 | | | |
| 一年内到期的 | 20 | 520 | 520 | 520 | 520 | 少数股东权益 | 5 | 33 | 45 | 45 | 45 | | | |
| 非流动负债合计 | 2038 | 1551 | 1551 | 1551 | 1551 | 归属母公司净利润 | 1596 | 1129 | 914 | 1195 | 1567 | | | |
| 长期借款 | 950 | 650 | 650 | 650 | 650 | 主要财务比率 | | | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020F | 2021F | | | |
| 负债合计 | 7420 | 11323 | 11347 | 11369 | 11385 | 成长能力 | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 94 | 127 | 172 | 217 | 262 | 营业收入增长 | 9.65% | 14.57% | 2.73% | 7.98% | 8.44% | | | |
| 实收资本(或股) | 2069 | 2069 | 2069 | 2069 | 2069 | 营业利润增长 | 13.97% | -29.41% | -16.80% | 29.46% | 30.09% | | | |
| 资本公积 | 6677 | 6677 | 6677 | 6677 | 6677 | 归属于母公司净利润 | -19.03% | 30.73% | -19.03% | 30.73% | 31.08% | | | |
| 未分配利润 | 5473 | 6015 | 6727 | 7658 | 8879 | 盈利能力 | | | | | | | | |
| 归属母公司股 | 15006 | 15616 | 16379 | 17384 | 18708 | 毛利率(%) | 40.56% | 29.75% | 33.14% | 33.11% | 33.20% | | | |
| 负债和所有者 | 22520 | 27065 | 27898 | 28970 | 30354 | 净利率(%) | 23.68% | 15.00% | 12.05% | 14.43% | 17.30% | | | |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | 1.54% | 7.09% | 4.17% | 3.53% | 4.43% | | | |
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | ROE(%) | 10.63% | 7.23% | 5.58% | 6.89% | 8.38% | | | |
| 经营活动现金 | 2153 | 3119 | 2833 | 2953 | 3274 | 偿债能力 | | | | | | | | |
| 净利润 | 1601 | 1162 | 959 | 1240 | 1612 | 资产负债率(%) | 33% | 42% | 41% | 39% | 38% | | | |
| 折旧摊销 | 630.68 | 1818.90 | 0.00 | 1756.51 | 1756.51 | 流动比率 | 0.76 | 0.39 | 0.45 | 0.74 | 1.06 | | | |
| 财务费用 | 39 | 157 | 80 | 3 | -26 | 速动比率 | 0.75 | 0.38 | 0.44 | 0.73 | 1.05 | | | |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -32 | -96 | -109 | 营运能力 | | | | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.34 | 0.31 | 0.29 | 0.30 | 0.31 | | | |
| 投资活动现金 | -4058 | -1808 | -28 | -31 | -31 | 应收账款周转率 | 8 | 8 | 7 | 7 | 7 | | | |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 29.61 | 22.94 | 18.36 | 18.51 | 19.30 | | | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | | | | |
| 投资收益 | 46 | 29 | 29 | 29 | 29 | 每股收益(最新摊 | 0.82 | 0.55 | 0.44 | 0.58 | 0.76 | | | |
| 筹资活动现金 | 3753 | -1858 | -2226 | -173 | -197 | 每股净现金流(最 | 0.89 | -0.26 | 0.28 | 1.33 | 1.47 | | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新 | 7.25 | 7.55 | 7.92 | 8.40 | 9.04 | | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | | | | |
| 普通股增加 | 919 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 22.80 | 34.00 | 42.32 | 32.37 | 24.70 | | | |
| 资本公积增加 | 3280 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 2.58 | 2.48 | 2.36 | 2.23 | 2.07 | | | |
| 现金净增加额 | 1849 | -546 | 580 | 2749 | 3046 | EV/EBITDA | 13.49 | 10.72 | 11.78 | 9.97 | 8.00 | | | |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|------|---------------------------------|------------|
| 行业 | 机场行业研究框架: 公用事业+零售双重属性, 枢纽机场强者恒强 | 2019-05-05 |

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融硕士, CPA、CIIA, 2年投资研究经验, 2016年加盟东兴证券研究所。

曹奔丰

金融数学硕士, 本硕就读于复旦大学, 2015年至2018年于广发证券任交通运输行业分析师, 2019年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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的相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。