

白云机场（600004）跟踪点评

商业潜力释放，枢纽价值重估

2017 年 7 月 4 日

事项：

- 近期公司在官网平台披露了部分 T2 商业租赁项目的招商公告和招商结果，已招商项目给出的保底销售额和提成比例较为乐观，若目前规划商业面积顺利完成招商，有望给公司带来较为可观的利润贡献，对此我们点评如下：

评论：

- 原有航站楼过度饱和，压抑商业发展空间。**公司现有的 T1 航站楼设计产能仅为 3500 万人次，而机场在 2009 年底旅客吞吐量就已超过这一水平，受产能瓶颈制约此后业务量增速逐年放缓（2015 年增幅仅为 0.8%），2016 年底公司旅客吞吐量规模达近 6000 万，产能利用率达到 170%。由于现有航站楼满负荷运行，航站楼主要空间优先用于保障旅客周转，不断挤压商业空间，非航收入占比从原有的 45%左右降至 20%，致使原本利润率较高的免税及商业租赁业务实际带来的收入利润贡献微弱。**T2 航站楼预计明年 2 月启用**，一方面将打开产能瓶颈、业务量恢复较快增长，另一方面在达到 6000 万的客流量下，被压抑多年的商业潜力有望得以释放。
- T2 规划商业面积 4.4 万 m²，商业价值重构。**规划方案显示，公司 T2 及交通中心（GTC）商业面积约 4.4 万平米，为现有 T1 的 1.5 倍，目前一期计划招商面积约为 3.5 万平米。截至目前，公司已披露招商结果的项目包括餐饮（1.27 万 m²）、品牌零售（3059 m²）和货币兑换（128 m²），按每个招商项目最高报价测算首年有望为公司带来商业租赁收入达 3.6 亿元，销售额坪效约 12 万/m²/年，综合平均提成比率约 19%；假设剩余 1.9 万平招商项目坪效为 10 万元/m²/年，提成率 15%，预计 T2 整体商业租赁收入有望达 6 亿元以上。考虑商业租赁收入边际成本很小，若按 60%净利率测算有望贡献利润增量达近 4 亿元。
- 安然度过业绩压力期，相对低估值+业绩高确定性。**过去市场对 T2 投产后折旧等固定成本激增吞噬利润的担忧持续压制预期和估值，而忽视了枢纽客流增长下新增商业潜力释放的价值重估；预测 T2 出入境免税+广告+商业租赁累计有望贡献收入增量超过 15 亿元，综合考虑收入成本后明年业绩有望不降反增。当前公司估值和市值规模显著低于同级别枢纽机场，但随着时刻资源释放，产能爬坡和经营杠杆作用下未来两年业绩提升确定性强，2019 年 PE 有望降至 15 倍以内，且随着非航收入利润贡献比例回升、ROE 持续提升，估值中枢亦有望向其他核心枢纽机场靠拢。
- 风险因素：**宏观经济下行，免税招标进展、结果不及预期，突发事件等。
- 盈利预测、估值及投资评级。**综合考虑内航内线收费调整、公司升为一类 1 级机场，T2 出境免税和商业租赁招商推进，以及债转股后的摊薄影响，调整 2017/18/19 年 EPS 预测分别为 1.05/1.21/1.45 元（原为 1.30/1.10/1.38 元），对应当前股价 PE 分别为 18/16/13 倍。考虑 T2 招商仍有望超预期，未来几年业绩增长确定性较强，给予 2018 年 20 倍 PE，目标价 24 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5620	6167	6631	8548	9446
增长率 YoY %	1.7	9.7	7.5	28.9	10.5
净利润（百万元）	1253	1394	1494	1731	2077
增长率 YoY%	15.2	11.2	7.2	15.9	20.0
每股收益（元）	1.09	1.21	1.05	1.21	1.45
净资产收益率%	13.1	12.9	13.2	13.8	14.8
市盈率 PE	18	16	18	16	13
市净率 PB	2.3	2.1	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	11	12	15	13	11

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2017 年 7 月 3 日收盘价



买入（维持）

当前价：15.95 元

目标价：24 元

中信证券研究部

刘正

电话：021-20262119

邮件：zhengliu@citics.com

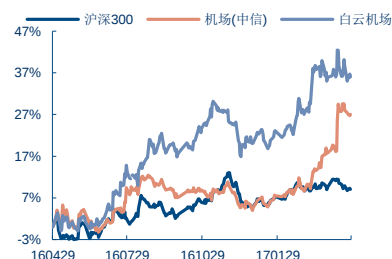
执业证书编号：S1010511080004

联系人：程锦文

电话：021-20262133

邮件：chengjinwen@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3650.85 点
总股本/流通股本	1427/1427 百万股
近 12 月最高/最低价	19.57 元/11.93 元
近 1 月绝对涨幅	14.68%
近 3 月绝对涨幅	21.02%
今年以来绝对涨幅	13.1836.91%

相关研究

- 白云机场（600004）2016 年年报点评—免税增量望消化 T2 投产不利影响 (2017-05-02)
- 白云机场（600004）重大事项点评—中免提成竞标，机场免税增量显著 (2017-03-13)
- 白云机场（600004）调研快报—低估值消化不利预期，远期商业潜力可期 (2016-12-05)
- 白云机场（600004）2016 年三季度报点评—时刻放量结构优化，Q3 业绩+17% (2016-10-29)
- (2016-10-29)

利润表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,620	6,167	6,631	8,548	9,446
营业成本	3,366	3,724	3,915	5,159	5,565
毛利率	40.10%	39.61%	40.95%	39.65%	41.09%
营业税金及附加	46	66	68	85	94
营业费用	103	101	96	137	151
营业费用率	1.83%	1.64%	1.45%	1.60%	1.60%
管理费用	456	393	378	513	538
管理费用率	8.11%	6.37%	5.70%	6.00%	5.70%
财务费用	-48	-6	146	311	286
财务费用率	-0.85%	-0.10%	2.20%	3.64%	3.03%
投资收益	18	30	7	8	10
营业利润	1,747	1,900	2,034	2,350	2,821
营业利润率	31.09%	30.80%	30.67%	27.50%	29.86%
营业外收入	33	11	31	28	26
营业外支出	28	6	41	35	27
利润总额	1,752	1,905	2,023	2,344	2,819
所得税	458	513	529	613	742
所得税率	26.12%	26.92%	26.17%	26.14%	26.34%
少数股东损益	41	-2	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	1,253	1,394	1,494	1,731	2,077
净利率	22.30%	22.60%	22.53%	20.25%	21.98%
每股收益 (元)(摊薄)	1.09	1.21	1.05	1.21	1.45

现金流量表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,253	1,394	1,494	1,731	2,077
少数股东损益	41	-2	0	0	0
折旧和摊销	555	580	400	400	403
营运资金变动	-68	-29	-649	-119	-95
其他	-49	3	-319	304	277
经营现金流	1,732	1,946	926	2,316	2,661
资本支出	-3,166	-5,294	-5,000	-2,000	-150
投资收益	8	30	7	8	10
资产变卖	10	-81	0	0	0
其他	1	1	0	0	0
投资现金流	-3,147	-5,345	-4,993	-1,992	-140
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	11	3,805	4,349	681	-1,994
股息支出	-337	-413	-463	-502	-623
其他	-21	-351	-146	-311	-286
融资现金流	-347	3,040	3,740	-132	-2,904
现金净增加额	-1,762	-359	-327	192	-383

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,336	990	663	855	472
存货	73	72	78	98	106
应收账款	592	773	831	1,071	1,184
其他流动资产	212	259	268	314	342
流动资产	2,213	2,094	1,840	2,338	2,104
固定资产	7,399	7,016	6,616	6,216	5,963
长期股权投资	101	117	117	117	117
无形资产	23	22	22	22	22
其他长期资产	2,589	8,494	13,584	15,673	15,763
非流动资产	10,111	15,649	20,339	22,029	21,865
资产总计	12,325	17,743	22,179	24,366	23,969
短期借款	0	0	7,526	8,229	6,259
应付账款	107	195	117	155	167
其他流动负债	2,262	2,414	2,005	2,245	2,376
流动负债	2,369	2,609	9,649	10,629	8,803
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	183	4,260	1,083	1,061	1,036
非流动性负债	183	4,260	1,083	1,061	1,036
负债合计	2,552	6,869	10,732	11,690	9,839
股本	1,150	1,150	1,427	1,427	1,427
资本公积	3,397	3,397	3,120	3,120	3,120
股东权益合计	9,492	10,309	11,340	12,569	14,022
少数股东权益	201	108	108	108	108
负债股东权益总计	12,325	17,743	22,179	24,366	23,969

主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率（%）					
营业收入	1.7	9.7	7.5	28.9	10.5
营业利润	10.9	8.7	7.1	15.6	20.0
净利润	15.2	11.2	7.2	15.9	20.0
利润率（%）					
毛利率	40.1	39.6	40.9	39.7	41.1
EBIT Margin	29.3	30.5	32.8	31.1	32.8
EBITDA Margin	39.2	39.9	38.8	35.7	37.1
净利率	22.3	22.6	22.5	20.3	22.0
回报率（%）					
净资产收益率	13.2	13.5	13.2	13.8	14.8
总资产收益率	10.2	7.9	6.7	7.1	8.7
其他（%）					
资产负债率	20.7	38.7	48.4	48.0	41.0
所得税率	26.1	26.9	26.2	26.1	26.3
股利支付率	29.4	30.5	31.0	29.0	30.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。