

白云机场(600004)

# 旅客服务费收入成长性可期

## ——白云机场点评报告

✍️ : 姜楠, CFA 执业证书编号: S1230515120001  
☎️ : 021-80108129  
✉️ : jiangnan@stocke.com.cn

### 投资要点

#### □ 资产置换方案保证了上市公司权利

机场集团以所持有的航合公司 100% 股权, 以及铂尔曼酒店、澳斯特酒店与上市公司所持有的物流公司 51% 的股权进行资产置换, 作价差额约 1.64 亿元由上市公司以现金补足。上市公司获得原属于机场集团的旅客服务费 15% 的分成, 以及按物流公司年营业收入 4% 收取的经营权使用费。18 年, 15% 旅客服务费对应金额为 1.19 亿元。旅客服务费收入增长主要由旅客吞吐量增长驱动。随着消费升级大趋势, 旅客吞吐量有望呈现出独立于经济周期的成长性。

#### □ 受时刻量控制影响, 10 月起降架次增速下滑

10 月单月, 白云机场飞机起降 4.2 万架次, 同比增长 0.9%, 增速较 9 月环比下降 4.3 个百分点, 主要原因是受民航局“控总量, 调结构”政策影响, 预计 11-12 月飞机起降架次同比增速将有所恢复。1-10 月累计, 旅客 6,085.9 万人次, 同比增长 5.1%, 受天气等因素影响, 增速略低于我们之前预计。下调 19 年旅客吞吐量同比增速假设至 6%。

#### □ 19Q3 成本增加是毛利率环比下降的主因

19Q3 单季, 公司营业成本 15.95 亿元, 环比 19Q2 营业成本 15.00 亿元增加约 9,500 万元, 主要原因是人工成本和劳务费的增加超出我们之前预计。19Q3 单季, 公司毛利率 19.18%, 环比 19Q2 下降 3.55 个百分点, 营业成本的增加是主要原因。上调 19 年人工成本+劳务费同比增速假设至 12.7%。

#### □ 旅客服务费收入未来成长性值得期待

预计 19-21 年, 公司归母净利润分别为 8.27 亿元、11.02 亿元、13.99 亿元, 同比增速分别为 -26.74%、33.25%、26.94%, 对应 PE 分别为 41.77 倍、31.35 倍、24.70 倍。此次资产置换完成后, 上市公司将获得旅客服务费 15% 分成, 未来成长性值得期待。国际旅客吞吐量和免税销售客单价均有望持续增长, 维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

人工成本增长超预期, 折旧费增长超预期。

### 财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	7747	7779	8460	9209
(+/-)	14.57%	0.41%	8.76%	8.85%
归属母公司净利润	1129	827	1102	1399
(+/-)	-29.24%	-26.74%	33.25%	26.94%
每股收益(元)	0.55	0.40	0.53	0.68
P/E	30.60	41.77	31.35	24.70

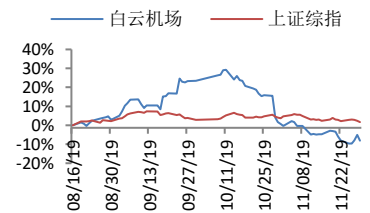
### 评级

### 买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 16.70

### 单季度业绩

	元/股
3Q/2019	0.07
2Q/2019	0.10
1Q/2019	0.11
4Q/2018	0.10



### 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。公司是南航的基地机场, 国航、深航、东航和海航在白云机场也实行了基地化运作。公司也是国家确立的中南机场群中唯一核心门户枢纽机场。公司目前拥有 2 座航站楼, 3 条跑道, 以及完善的旅客服务、货物处理设施, 主要在白云机场运营和管理航空性及非航空性业务。

### 相关报告

- 1《国际客流量有望持续增长》2019.04.30
- 2《一季度后有望出现业绩增速拐点》2019.04.30
- 3《旅客吞吐量稳步提升》2019.07.28
- 4《起降架次同比增速提升》2019.10.15

报告撰写人: 姜楠

数据支持人: 姜楠

## 正文目录

1. 旅客服务费收入成长性可期 .....	3
2. 受时刻量控制影响, 10 月起降架次增速下滑 .....	3

## 图表目录

图 1: 白云机场飞机起降架次和同比增速 (19 年) .....	4
图 2: 白云机场旅客吞吐量和同比增速 (19 年) .....	4
图 3: 白云机场货物吞吐量和同比增速 (19 年) .....	4
图 4: 白云机场邮件吞吐量和同比增速 (19 年) .....	4
表 1: 置换资产交易金额 .....	3
表附录: 三大报表预测值 .....	5

## 1. 旅客服务费收入成长性可期

公司发布公告，机场集团以所持有的航合公司 100% 股权，以及铂尔曼酒店、澳斯特酒店与上市公司所持有的物流公司 51% 的股权进行资产置换，作价差额约 1.64 亿元由上市公司以现金补足。上市公司获得原属于机场集团的旅客服务费 15% 的分成，以及按物流公司年营业收入 4% 收取的经营权使用费。同时，航合公司置入后，上市公司每年将不再支出水电管理费。机场集团承诺对铂尔曼酒店和澳斯特酒店在补偿期间内预测净利润实现情况予以现金补偿。同时，自本次资产置换交割之日起五年内，上市公司享有一次回购物流公司股权的权利。本次资产置换方案保证了上市公司的权利。

**表 1：置换资产交易金额**

交易方向	标的资产	交易金额（万元）	评估方法
资产置入	航合公司 100% 股权	75,355.99	资产基础法
资产置入	铂尔曼酒店全部资产与负债	22,802.98	收益法
资产置入	澳斯特酒店全部资产与负债	3,950.01	收益法
资产置出	物流公司 51% 股权	85,681.41	收益法

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

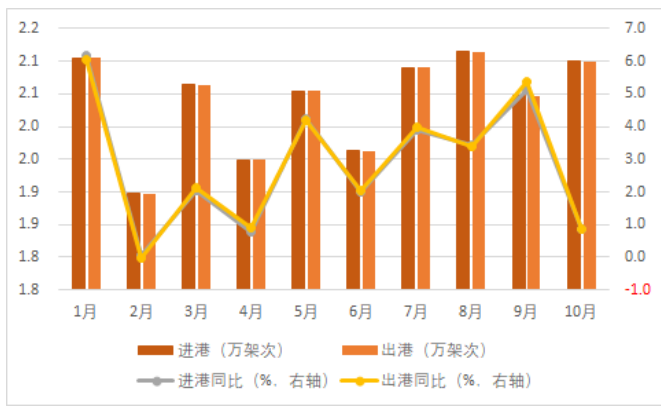
旅客服务费是机场航空性业务收入中占比最大的一项收入，当前上市公司和集团公司对旅客服务费的分成比例是 06 年确定的。根据 06 年 12 月公告，上市公司通过定增募集资金收购白云机场飞行区资产，包括两条飞行跑道、滑行道和停机坪。资产收购完成后，上市公司拥有包括航站楼及其附属设施、跑道和停机坪等资产在内的白云机场核心经营性资产。集团公司拥有场区内道路及保障、供电供水等资产。因该项收购，上市公司与集团公司重新划分航空主业收入的分成比例。其中，旅客服务费由原集团公司占 20%，上市公司占 80%，变更为集团公司占 15%，上市公司占 85%。

随着本次资产置换交易完成，上市公司资产完整性和经营独立性将得到进一步增强，拥有白云机场内完整的航空主业及生产辅助设施。旅客服务费的分成比例将变更为上市公司占 100%，机场集团不再享有旅客服务费分成。18 年，15% 旅客服务费对应金额为 1.19 亿元。旅客服务费收入增长主要由旅客吞吐量增长驱动。随着消费升级大趋势，旅客吞吐量有望呈现出独立于经济周期的成长性。

## 2. 受时刻量控制影响，10 月起降架次增速下滑

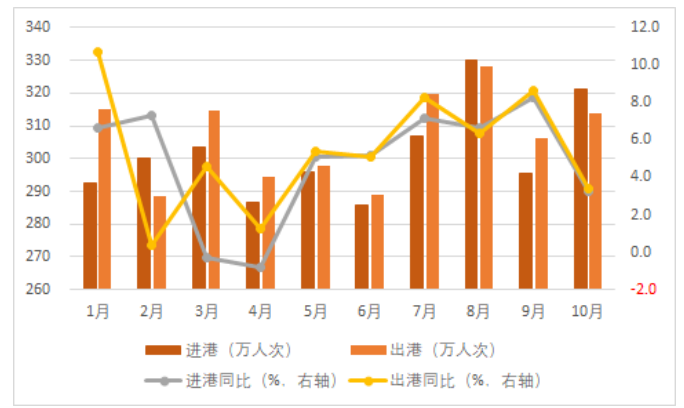
19 年 10 月单月，白云机场飞机起降 4.2 万架次，同比增长 0.9%，其中，进港 2.1 万架次，同比增长 0.9%，出港 2.1 万架次，同比增长 0.9%。10 月单月，飞机起降架次同比增速较 9 月环比减少 4.3 个百分点，主要原因是受民航局“控总量，调结构”的政策影响，预计 11-12 月飞机起降架次同比增速将有所恢复。19 年 1-10 月累计，白云机场飞机起降 40.8 万架次，同比增长 2.9%，其中，进港 20.4 万架次，同比增长 2.9%，出港 20.4 万架次，同比增长 2.9%。

图 1：白云机场飞机起降架次和同比增速（19 年）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

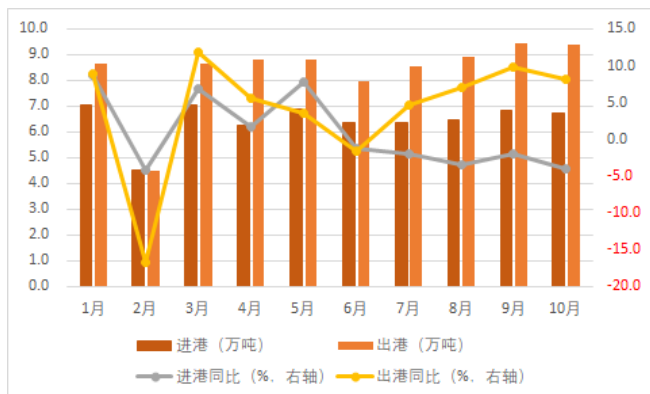
图 2：白云机场旅客吞吐量和同比增速（19 年）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

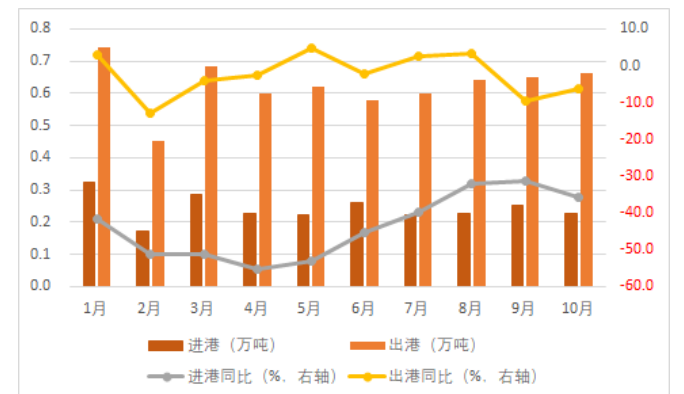
19 年 10 月单月，白云机场旅客吞吐量 634.8 万人次，同比增长 3.3%，其中进港 321.0 万人次，同比增长 3.3%，出港 313.7 万人次，同比增长 3.4%。19 年 1-10 月累计，白云机场旅客吞吐量 6,085.9 万人次，同比增长 5.1%，其中进港 3,018.5 万人次，同比增长 4.8%，出港 3,067.5 万人次，同比增长 5.4%。1-10 月，受天气等因素影响，旅客吞吐量同比增速略低于我们之前预计，下调 19 年旅客吞吐量同比增速假设至 6%。

图 3：白云机场货物吞吐量和同比增速（19 年）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：白云机场邮件吞吐量和同比增速（19 年）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

19 年 10 月单月，白云机场货邮吞吐量 17.0 万吨，同比增长 1.6%，其中，进港 7.0 万吨，同比下降 5.5%，出港 10.0 万吨，同比增长 7.1%。19 年 1-10 月累计，白云机场货邮吞吐量 156.7 万吨，同比增长 1.5%，其中进港 66.9 万吨，同比下降 2.0%，出港 89.8 万吨，同比增长 4.3%。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3789	2903	3213	2846	<b>营业收入</b>	7747	7779	8460	9209
现金	2284	1464	1671	1211	营业成本	5442	6038	6280	6531
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	128	129	140	153
应收账款	1194	1037	1133	1235	营业费用	69	12	13	14
其它应收款	62	134	129	124	管理费用	446	448	487	531
预付账款	15	23	20	21	研发费用	31	31	34	37
存货	61	101	100	96	财务费用	157	68	79	111
其他	173	144	161	159	资产减值损失	32	26	29	33
<b>非流动资产</b>	23276	23180	22088	28899	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	159	167	167	165	投资净收益	29	30	31	31
长期投资	220	179	200	200	其他经营收益	59	61	63	64
固定资产	21956	21032	19879	20134	<b>营业利润</b>	1528	1116	1491	1895
无形资产	550	710	924	1207	营业外收支	10	11	11	11
在建工程	67	773	619	6895	<b>利润总额</b>	1538	1127	1502	1906
其他	323	319	300	299	所得税	376	276	367	466
<b>资产总计</b>	27065	26083	25301	31745	<b>净利润</b>	1162	851	1134	1440
<b>流动负债</b>	9772	6759	5572	9536	少数股东损益	33	24	32	41
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1129	827	1102	1399
应付款项	419	403	442	466	EBITDA	2866	2607	3018	3522
预收账款	117	65	80	101	EPS (最新摊薄)	0.55	0.40	0.53	0.68
其他	9237	6291	5050	8970	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	1551	2730	2001	3041		<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	650	647	644	1594	<b>成长能力</b>				
其他	901	2083	1357	1447	营业收入增长率	14.57%	0.41%	8.76%	8.85%
<b>负债合计</b>	11323	9489	7573	12577	营业利润增长率	-29.41%	-26.94%	33.53%	27.11%
少数股东权益	127	151	183	223	归属于母公司净利润增	-29.24%	-26.74%	33.25%	26.94%
归属母公司股东权益	15616	16443	17545	18945	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	27065	26083	25301	31745	毛利率	29.75%	22.37%	25.76%	29.07%
<b>现金流量表</b>					净利率	15.00%	10.94%	13.41%	15.64%
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	7.32%	5.12%	6.42%	7.59%
<b>经营活动现金流</b>	3119	(170)	1264	6796	ROIC	6.67%	4.98%	6.19%	7.04%
净利润	1162	851	1134	1440	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	1323	1412	1438	1505	资产负债率	41.84%	36.38%	29.93%	39.62%
财务费用	157	68	79	111	净负债比率	10.33%	8.72%	11.67%	15.16%
投资损失	(29)	(30)	(31)	(31)	流动比率	0.39	0.43	0.58	0.30
营运资金变动	4859	(2464)	(1405)	3733	速动比率	0.38	0.41	0.56	0.29
其它	(4353)	(8)	49	38	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	(1808)	(1291)	(334)	(8286)	总资产周转率	0.31	0.29	0.33	0.32
资本支出	(4326)	(1169)	(100)	(8000)	应收账款周转率	7.79	7.08	7.79	7.59
长期投资	(6)	33	(20)	2	应付账款周转率	16.12	15.04	15.32	14.75
其他	2524	(155)	(213)	(289)	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	(1858)	641	(723)	1030	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.40	0.53	0.68
短期借款	(1400)	0	0	0	每股经营现金流(最新)	1.51	-0.08	0.61	3.28
长期借款	(300)	(3)	(3)	950	每股净资产(最新摊薄)	7.55	7.95	8.48	9.15
其他	(158)	644	(720)	80	<b>估值比率</b>				
<b>现金净增加额</b>	(546)	(820)	208	(460)	P/E	30.60	41.77	31.35	24.70
					P/B	2.21	2.10	1.97	1.82
					EV/EBITDA	7.16	13.40	11.53	10.30

资料来源：浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>