

白云机场

600004

审慎增持 (维持)

资产置换增厚利润，底部价值逐步显现

2019年11月28日

市场数据

市场数据日期	2019-11-28
收盘价(元)	17.26
总股本(百万股)	2069.32
流通股本(百万股)	2069.32
总市值(百万元)	35716.47
流通市值(百万元)	35716.47
净资产(百万元)	15844.57
总资产(百万元)	25930.88
每股净资产	7.66

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7747	7785	8602	9382
同比增长(%)	14.6%	0.5%	10.5%	9.1%
净利润(百万元)	1129	812	1190	1510
同比增长(%)	-29.2%	-28.1%	46.7%	26.8%
毛利率(%)	29.7%	19.0%	22.7%	24.9%
净利润率(%)	14.6%	10.4%	13.8%	16.1%
净资产收益率(%)	7.2%	5.0%	7.0%	8.3%
每股收益(元)	0.55	0.39	0.58	0.73
每股经营现金流(元)	1.51	0.37	1.96	1.68

相关报告

《白云机场 2019 年三季度报点评：免税销售再创新高，成本增长拖累业绩》2019-11-07

《白云机场 2019 年中报点评：免税销售增长超一倍，非航收入整体大幅提升》2019-09-08

《白云机场 18 年年报及 19 年一季报点评：非航收入增长迅猛，业绩有望触底回升》2019-05-08

分析师：

孙修远

sunxyys@xyzq.com.cn

S0190518070002

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

龚里

gongli@xyzq.com.cn

S0190515020003

投资要点

- **集团与上市公司进行资产置换：**机场集团以所持有的航合公司 100% 的股权以及铂尔曼酒店、澳斯特酒店相应的经营性资产及负债与上市公司所持有的物流公司（此前由上市公司持股 100%）51% 的股权进行资产置换，差额部分以现金补足；同时，机场集团不再享有 15% 的旅客服务费分成；上市公司将按物流公司年营业收入的 4% 向物流公司收取经营权使用费。
- **本次交易有望增厚上市公司业绩、增强航空主业资产完整性。**根据公告披露，本次交易后上市公司 2018 年备考净利润增加 5395 万元，增长 4.64%；本次交易后完成，机场集团不再享有旅客服务费分成，航空主业资产完整性增强，直接减少 2 笔关联交易支出：向集团支付的旅客服务费分成以及向集团全资子公司航合公司支付的关联水电费。
- **投资策略：免税销售额有望持续超预期，在当前位置中长期持有胜率较大。**1) 白云机场新近跻身国内三大国际枢纽机场，核心腹地粤港澳地区的经济增长保证需求端高质量增长；2) 伴随产能扩张与航线结构优化，最重要短板免税业务迎来中期拐点；3) 伴随运营能力优化，成本端改善空间巨大；4) 产能利用率的持续提升（18 年处于低位）和非航业务逐步壮大是未来 roe 提升的核心驱动力。5) 此前预计白云机场 19-21 年 eps 分别为 0.39、0.55、0.70 元，对应 2019 年 11 月 28 日股价 PE 分别为 44X、31X、25X，假设 19 年完成资产置换，考虑增厚后，预计 19-21 年 eps 为 0.39、0.58、0.73 元，对应 2019 年 11 月 28 日股价 PE 分别为 44X、30X、24X，维持“审慎增持”评级。

风险提示：政策执行的不确定性，行业供需失衡，宏观经济增长失速，国际贸易摩擦升级，空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等不确定性事件

报告正文

事件

- (1) **集团与上市公司进行资产置换**: 机场集团以所持有的航合公司 100%的股权以及铂尔曼酒店、澳斯特酒店相应的经营性资产及负债与上市公司所持有的物流公司(此前由上市公司持股 100%) 51%的股权进行资产置换, 差额部分以现金补足。
- (2) **机场集团不再享有旅客服务费分成**: 上市公司与机场集团重新划分国内航空主业收入中旅客服务费的分成比例, 由上市公司占 85%、机场集团占 15%, 变更为上市公司占 100%, 机场集团不再享有旅客服务费分成, 2018 年 15%旅客服务费对应金额为 1.2 亿元。
- (3) **上市公司向物流公司收取经营权使用费**: 上市公司将按物流公司年营业收入的 4%向物流公司收取经营权使用费。2018 年, 模拟计算物流公司营业收入 4%对应的经营权使用费为 2536 万元。

点评

● 1、具体方案

集团置出的航合公司 100%股权作价 7.5 亿元, 铂尔曼酒店经营性资产及负债作价 2.3 亿元, 澳斯特酒店经营性资产及负债作价 3950 万元, 上市公司置出的物流公司 51%股权作价 8.6 亿元, 上市公司需向机场集团以现金方式支付差额 1.6 亿元。集团为两家酒店交易完成后(如本次交易于 2020 年实施完毕的, 则补偿期间为 2020 年、2021 年和 2022 年)连续三个完整会计年度提供业绩承诺, 不足部分将给予补偿。

表 1: 本次交易资产主要情况

集团置出	置出股权比例	置出部分作价 (亿元)	2018 年营收 (亿元)	2018 年净利润 (亿元)	净资产 (2019H, 亿元)	PB(LF)	PE(2018)
航合公司	100%	7.54	4.47	0.33	6.48	1.2	22.8
铂尔曼酒店	100%	2.28	2.11	0.29	0.58	3.9	7.9
澳斯特酒店	100%	0.40	0.23	0.06	0.07	6.0	6.6
上市公司置出	置出股权比例	置出部分作价 (亿元)	2018 年营收 (亿元)	2018 年净利润 (亿元)	净资产 (2019H, 亿元)	PB(LF)	PE(2018)
物流公司	51%	8.57	6.3	1.3	4.55	3.8	13.2
差额部分 (上市公司支付)		1.64					

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2: 铂尔曼酒店和澳斯特酒店补偿期间预测净利润

	净利润(亿元)	净利润承诺(亿元)		
	2018	2020	2021	2021
铂尔曼酒店	0.29	0.25	0.26	0.28
YOY			5.1%	7.4%
澳斯特酒店	0.06	0.06	0.06	0.06
YOY			4.9%	8.4%

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

上市公司与机场集团重新划分国内航空主业收入中旅客服务费的分成比例, 由上市公司占 85%、机场集团占 15%, 变更为上市公司占 100%, 机场集团不再享有旅客服务费分成, 2018 年 15% 旅客服务费对应金额为 1.2 亿元。此项对应增厚上市公司净利润 0.9 亿元。

上市公司将按物流公司年营业收入的 4% 向物流公司收取经营权使用费。2018 年, 模拟计算物流公司营业收入 4% 对应的经营权使用费为 2536 万元。

此外, 航合公司为广州白云国际机场提供水、电、油等能源相关服务, 公司常年向航合公司支付水电及水电管理费。根据公司 2019 年度日常关联交易预计情况, 公司预计 2019 年度向航合公司支付水电及水电管理费 4.2 亿元。本次资产置换交易完成后, 航合公司将成为公司全资子公司, 公司不再支出水电管理费。公司将运营航合公司、铂尔曼酒店、澳斯特酒店相关资产向机场集团分别租赁相应土地使用权, 并调整上市公司现有土地租赁范围。

● 2、对上市公司的影响

(1) 增厚净利润。根据公告披露, 假设 2016 年 1 月 1 日已完成本次交易, 本次交易后上市公司 2018 年备考净利润增加 5395 万元, 增厚 4.64%。

表 3: 交易完成后核心财务数据增厚情况

项目	2018 年度年报数据	2018 年度备考数据	变动比例
净利润(亿元)	11.62	12.16	4.64%
归母净利润(亿元)	11.29	11.83	4.78%
净资产(亿元)	157.42	164.44	4.46%
归母净资产(亿元)	156.16	163.18	4.49%
每股收益(元/股)	0.5457	0.5717	4.77%

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

若不考虑航合公司及酒店经营中涉及的对集团的土地使用及其他成本变化, 以 2018 年为例, 该交易对上市公司净利润影响=物流公司经营期费用-物流公司净利润*51%+航合公司净利润+铂尔曼酒店净利润+澳斯特酒店+15%旅客服务费对应净利润=0.2536*0.75-1.30*0.51+0.33+0.29+0.06+1.2*0.75=1.1 (亿元)

(2) 增强航空主业资产完整性。本次交易后完成, 机场集团不再享有旅客服务费分成, 航空主业资产完整性增强, 直接减少 2 笔关联交易支出: 向集团

支付的旅客服务费分成以及向集团全资子公司航合公司支付的关联水电费。但公司将为运营航合公司、铂尔曼酒店、澳斯特酒店相关资产向机场集团分别租赁相应土地使用权，并调整上市公司现有土地租赁范围，关联土地租赁费将面临增长。

(3) 物流业务经营方式转变。未来公司物流公司收益主要为经营权使用费+投资收益，改变了原来公司直接经营的模式。同时也有助于突破物流公司发展瓶颈、整合资源、打造大湾区一体化航空物流平台，为股东带来更大收益。

- **3、展望：时刻放量和免税运营改善有望同步推进。**当前时点我们依旧持续看好白云机场中长期的市值空间，时刻放量带来利用率提升&免税业务供给改善持续抬升两个大逻辑依旧是强支撑，对长期投资者而言，近期调整是非常好的介入时点。两大核心跟踪指标依旧强劲：1) 航空：19 年冬春航季白云机场时刻放量快速推进，时刻总量同比提升 6.8%，新航季国际（内航国际+外航+地区）时刻总量提升 13.6%，高峰小时从 71 上调至 78，后续时刻有望持续放量。2) 免税：随着缺货问题的解决和在中免内部地位提升，单月销售逐月创出新高，免税销售额 19 年目标 20 亿（+100%），20 年 30 亿(+50%)，白云机场仍处在免税渗透率及客单价“均值回归”的阶段，增长的雪坡非常长。
- **4、投资策略：免税销售额有望持续超预期，在当前位置中长期持有胜率较大。**1) 白云机场新近跻身国内三大国际枢纽机场，核心腹地粤港澳地区的经济增长保证需求端高质量增长；2) 伴随产能扩张与航线结构优化，最重要短板免税业务迎来中期拐点；3) 伴随运营能力优化，成本端改善空间巨大；4) 产能利用率的持续提升（18 年处于低位）和非航业务逐步壮大是未来 roe 提升的核心驱动力。5) 此前预计白云机场 19-21 年 eps 分别为 0.39、0.55、0.70 元，对应 2019 年 11 月 28 日股价 PE 分别为 44X、31X、25X，假设 19 年完成资产置换，考虑增厚后，预计 19-21 年 eps 为 0.39、0.58、0.73 元，对应 2019 年 11 月 28 日股价 PE 分别为 44X、30X、24X，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：政策执行的不确定性，行业供需失衡，宏观经济增长失速，国际贸易摩擦升级，空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等不确定性事件。**

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3789	9258	10248	12070
货币资金	2284	7785	8602	10320
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1168	1061	1235	1313
其他应收款	62	98	96	109
存货	61	87	86	93
非流动资产	23276	27918	27249	26514
可供出售金融资产	159	167	163	165
长期股权投资	220	210	215	212
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	21956	26133	25022	23824
在建工程	67	47	23	12
油气资产	0	0	0	0
无形资产	550	1049	1537	2030
资产总计	27065	37177	37496	38584
流动负债	9772	17795	14429	13920
短期借款	0	9813	5794	5452
应付票据	5	6	6	6
应付账款	414	456	489	516
其他	9353	7520	8140	7945
非流动负债	1551	3180	5932	6407
长期借款	650	2650	5150	5650
其他	901	530	782	757
负债合计	11323	20975	20361	20326
股本	2069	2069	2069	2069
资本公积	6677	6677	6677	6677
未分配利润	6015	6460	7297	8298
少数股东权益	127	127	127	127
股东权益合计	15742	16202	17135	18258
负债及权益合计	27065	37177	37496	38584

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1129	812	1190	1510
折旧和摊销	1323	1902	2178	2249
资产减值准备	32	-4	12	6
无形资产摊销	54	33	44	38
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	164	49	38	24
投资损失	-29	-40	-46	-53
少数股东损益	33	0	0	0
营运资金的变动	497	-1486	404	-233

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7747	7785	8602	9382
营业成本	5442	6304	6652	7047
营业税金及附加	128	117	129	141
销售费用	69	12	13	14
管理费用	446	311	301	281
财务费用	157	49	38	24
资产减值损失	32	20	20	20
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	29	40	46	53
营业利润	1528	1061	1549	1967
营业外收入	13	15	30	35
营业外支出	2	3	5	5
利润总额	1538	1073	1574	1997
所得税	376	262	384	487
净利润	1162	812	1190	1510
少数股东损益	33	0	0	0
归属母公司净利润	1129	812	1190	1510
EPS(元)	0.55	0.39	0.58	0.73

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	14.6%	0.5%	10.5%	9.1%
营业利润增长率	-29.4%	-30.5%	45.9%	27.0%
净利润增长率	-29.2%	-28.1%	46.7%	26.8%
盈利能力				
毛利率	29.7%	19.0%	22.7%	24.9%
净利率	14.6%	10.4%	13.8%	16.1%
ROE	7.2%	5.0%	7.0%	8.3%

资产负债率	41.8%	56.4%	54.3%	52.7%
流动比率	0.39	0.52	0.71	0.87
速动比率	0.38	0.51	0.70	0.86
营运能力				
资产周转率	31.2%	24.2%	23.0%	24.7%
应收帐款周转率	730.2%	655.7%	703.5%	691.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.55	0.39	0.58	0.73

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经营活动产生现金流量	3119	770	4063	3467	每股经营现金	1.51	0.37	1.96	1.68
投资活动产生现金流量	-1808	-6515	-1487	-1477	每股净资产	7.55	7.77	8.22	8.76
融资活动产生现金流量	-1858	11246	-1759	-272					
现金净变动	-546	5501	817	1718	估值比率(倍)				
现金的期初余额	2808	2284	7785	8602	PE	31.6	44.0	30.0	23.7
现金的期末余额	2262	7785	8602	10320	PB	2.3	2.2	2.1	2.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn