

白云机场(600004)

起降架次同比增速提升

——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

□ 9月起降架次增速环比提升, 低基数是主因

19年9月单月, 公司飞机起降4.09万架次, 同比增长5.2%, 旅客吞吐量601.73万人次, 同比增长8.5%。19年1-9月累计, 公司飞机起降36.57万架次, 同比增长3.1%, 旅客吞吐量5,451.19万人次, 同比增长5.3%。9月起降架次同比增速环比8月提升1.8个百分点, 主要原因是18年9月受天气影响基数偏低。考虑到19年上半年民航局控总量政策的影响, 下调全年起降架次和国际旅客吞吐量同比增速假设分别至2.74%和9.73%。

□ 国际客流量增长和免税客单价提升将推动免税收入增长

19年上半年, 公司免税销售额约为8.44亿元, 同比增量为5.56亿元(根据中国国旅公告), 估算免税销售客单价约为91.10元。T2航站楼投产后, 免税场地面积增加约3.6倍, 免税商品品类有望得到丰富, 有助于免税销售客单价提升。上调全年免税销售客单价假设至90元, 估算全年免税销售额约为16.37亿元, 公司免税业务收入约为6.46亿元。

□ 成本端同比影响已消除, 2季度营收(可比口径)同比增长9.58%

自19年2季度起, 由于18年4月投产的T2航站楼带来的成本端同比影响已经消除, 但收入端同比依然受到民航发展基金返还取消的影响。19年2季度单季, 公司营业收入同比下降2.76%, 归母净利润同比下降24.30%, 若剔除民航发展基金返还取消的影响(估算约2.25亿元), 则营业收入同比增长约9.58%, 归母净利润同比增量约为1.03亿元。

□ 免税收入增长将带来业绩和估值双重提升

预计19-21年, 公司归母净利润分别为9.63亿元、13.09亿元、16.48亿元, 同比增速分别为-14.75%、35.99%、25.92%, 对应PE分别为48.54倍、35.70倍、28.35倍。国际旅客吞吐量和免税销售客单价均有望持续增长, 带来公司免税业务收入增长。免税业务收入的增长有望带来公司业绩和估值的双重提升, 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	7928	8656	9442
(+/-)	14.57%	2.34%	9.19%	9.07%
归属母公司净利润	1129	963	1309	1648
(+/-)	-29.24%	-14.75%	35.99%	25.92%
每股收益(元)	0.55	0.47	0.63	0.80
P/E	41.38	48.54	35.70	28.35

评级

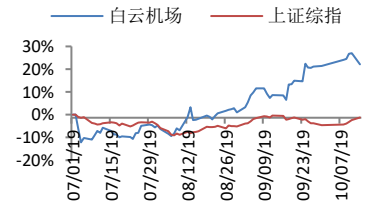
买入

上次评级	买入
当前价格	¥22.58

单季度业绩

元/股

2Q/2019	0.10
1Q/2019	0.11
4Q/2018	0.10
3Q/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《国际客流增长将推动免税收入增长》2019.04.23
- 2《国际客流量有望持续增长》2019.04.30
- 3《一季度后有望出现业绩增速拐点》2019.04.30
- 4《旅客吞吐量稳步提升》2019.07.28

报告撰写人: 姜楠

数据支持人: 姜楠

正文目录

1. 起降架次同比增速提升	3
---------------------	---

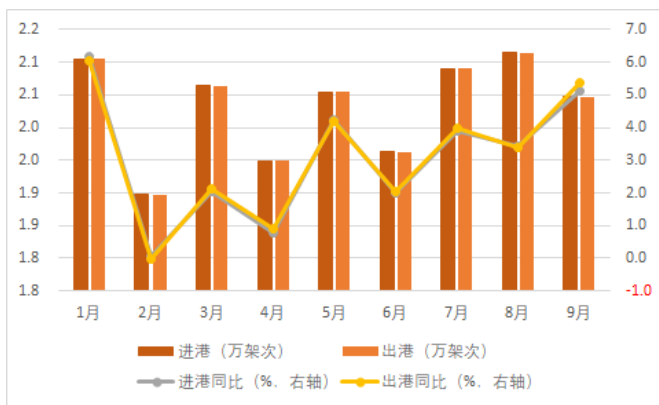
图表目录

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

1. 起降架次同比增速提升

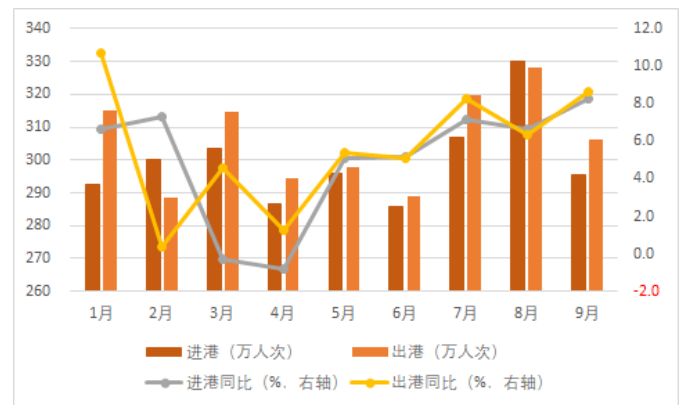
19年9月单月，白云机场飞机起降4.09万架次，同比增长5.2%，其中，进港2.05万架次，同比增长5.1%，出港2.04万架次，同比增长5.4%。9月单月，飞机起降架次同比增速较8月环比增加1.8个百分点，主要原因是18年9月受天气影响基数偏低。19年1-9月累计，白云机场飞机起降36.57万架次，同比增长3.1%，其中，进港18.28万架次，同比增长3.1%，出港18.28万架次，同比增长3.1%。

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

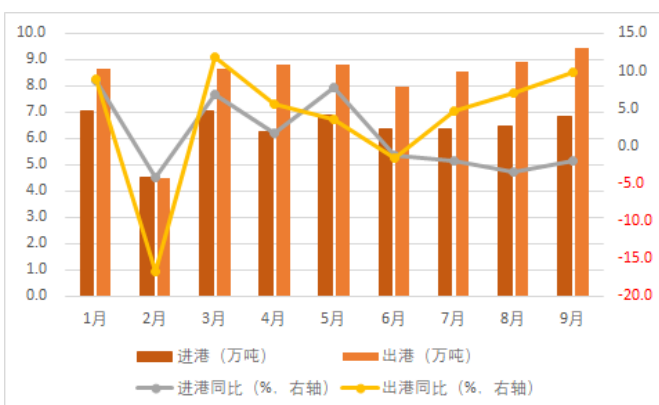
图 2：白云机场旅客吞吐量和同比增速（19年）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

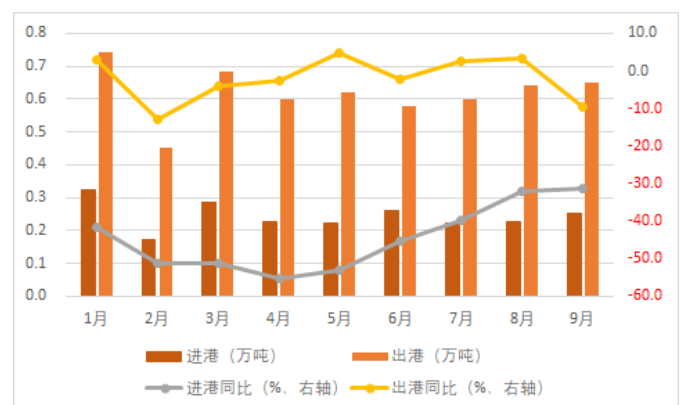
19年9月单月，白云机场旅客吞吐量601.73万人次，同比增长8.5%，其中进港295.68万人次，同比增长8.3%，出港306.05万人次，同比增长8.7%。19年1-9月累计，白云机场旅客吞吐量5,451.19万人次，同比增长5.3%，其中进港2,697.44万人次，同比增长5.0%，出港2,753.75万人次，同比增长5.6%。旅客吞吐量同比增速高于飞机起降架次同比增速，我们预计主要原因是航司增加宽体机投放。

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9月单月，白云机场货邮吞吐量17.17万吨，同比增长3.2%，其中，进港7.10万吨，同比下降3.4%，出港10.07万吨，同比增长8.3%。19年1-9月累计，白云机场货

邮吞吐量 139.70 万吨,同比增长 1.5%,其中进港 59.92 万吨,同比下降 1.6%,出港 79.78 万吨,同比增长 4.0%。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3789	3663	8062	5849	营业收入	7747	7928	8656	9442
现金	2284	2204	6494	4182	营业成本	5442	5937	6153	6418
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	128	131	143	156
应收账款	1194	1056	1159	1266	营业费用	69	71	77	84
其它应收款	62	137	132	128	管理费用	446	457	499	544
预付账款	15	23	19	21	研发费用	31	32	35	38
存货	61	99	98	94	财务费用	157	63	40	28
其他	173	144	161	159	资产减值损失	32	27	30	34
非流动资产	23276	21753	19198	24537	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	19940	17258	15986	营业利润	1528	1301	1773	2234
无形资产	550	710	924	1207	营业外收支	10	11	11	11
在建工程	67	437	350	6680	利润总额	1538	1311	1783	2246
其他	323	319	301	299	所得税	376	321	436	549
资产总计	27065	25416	27261	30386	净利润	1162	991	1347	1696
流动负债	9772	5953	7180	8523	少数股东损益	33	28	38	48
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	1129	963	1309	1648
应付款项	419	396	433	458	EBITDA	2866	2772	3226	3685
预收账款	117	66	82	103	EPS (最新摊薄)	0.55	0.47	0.63	0.80
其他	9237	5491	6665	7961	主要财务比率				
非流动负债	1551	2730	2001	2088		2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	650	647	644	641	成长能力				
其他	901	2083	1357	1447	营业收入增长率	14.57%	2.34%	9.19%	9.07%
负债合计	11323	8683	9181	10610	营业利润增长率	-29.41%	-14.87%	36.26%	26.06%
少数股东权益	127	155	192	240	归属于母公司净利润增	-29.24%	-14.75%	35.99%	25.92%
归属母公司股东权益	15616	16578	17887	19536	获利能力				
负债和股东权益	27065	25416	27261	30386	毛利率	29.75%	25.11%	28.92%	32.02%
现金流量表					净利率	15.00%	12.49%	15.56%	17.96%
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	7.32%	5.93%	7.52%	8.71%
经营活动现金流	3119	(878)	3810	4249	ROIC	6.67%	5.68%	7.02%	8.06%
净利润	1162	991	1347	1696	偿债能力				
折旧摊销	1323	1398	1402	1412	资产负债率	41.84%	34.16%	33.68%	34.92%
财务费用	157	63	40	28	净负债比率	10.33%	9.52%	9.63%	8.99%
投资损失	(29)	(30)	(31)	(31)	流动比率	0.39	0.62	1.12	0.69
营运资金变动	4859	(3293)	1002	1106	速动比率	0.38	0.60	1.11	0.68
其它	(4353)	(6)	50	39	营运能力				
投资活动现金流	(1808)	151	1164	(6720)	总资产周转率	0.31	0.30	0.33	0.33
资本支出	(4326)	274	1398	(6434)	应收账款周转率	7.79	7.15	7.80	7.60
长期投资	(6)	33	(20)	2	应付账款周转率	16.12	14.91	15.29	14.77
其他	2524	(155)	(213)	(289)	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(1858)	646	(684)	159	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.47	0.63	0.80
短期借款	(1400)	0	0	0	每股经营现金流(最新)	1.51	-0.42	1.84	2.05
长期借款	(300)	(3)	(3)	(3)	每股净资产(最新摊薄)	7.55	8.01	8.64	9.44
其他	(158)	649	(681)	163	估值比率				
现金净增加额	(546)	(80)	4290	(2312)	P/E	41.38	48.54	35.70	28.35
					P/B	2.99	2.82	2.61	2.39
					EV/EBITDA	7.16	16.73	13.07	12.09

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>