

审慎推荐-A (维持)

白云机场 600004.SH

目标估值: 22 元
当前股价: 21.0 元
2019 年 10 月 29 日

三季度业绩低于预期, 国际航班是未来看点

基础数据

上证综指	2980
总股本(万股)	206932
已上市流通股(万股)	206932
总市值(亿元)	435
流通市值(亿元)	435
每股净资产(MRQ)	7.7
ROE(TTM)	4.9
资产负债率	38.2%
主要股东	广东省机场管理集团
主要股东持股比例	51.05%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《白云机场(600004)——业绩低点已过, 产能变现可期》2019-08-31
- 2、《白云机场(600004)——非航业务开始发力, 业绩拾阶而上》2019-04-30
- 3、《白云机场(600004)——夏秋时刻放量, 静待产能变现》2019-03-23

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn
S1090519010004

投资建议: 有税商业不及预期, 公司短期经营业绩受到较大冲击, 但随着粤港澳大湾区机场格局重塑, T2 产能持续释放, 冬春季国际旅客快速增长, 中期非航收入具有翻倍的潜力。我们预计 2019/20/21 年的 EPS 分别为 0.40/0.57/0.76 元, 给予目标价 22 元, 下调至“审慎推荐-A”评级。

- **公司发布 19 年三季度扣非利润 1.16 亿元, 低于预期。**白云机场 19 年前三季度实现营收 58.33 亿元 (+0.51%YOY), 归母净利润 5.73 亿元 (-37.64%YOY), 扣非归母净利润为 5.22 亿元, (-42.96%YOY), 加权 ROE 为 3.57%, 基本 EPS 0.28 元 (-36.36%YOY)。Q3 单季度实现营收 19.74 亿元 (-5.25%YOY), 归母净利润 1.45 亿元 (-32.87%YOY), 扣非归母净利润 1.16 亿元 (-45.72%YOY), 低于我们预期。
- **受香港机场旅客溢出影响, Q3 航空出行整体增速有所复苏。**上半年受宏观经济下行影响, 航空出行需求较弱, 各大枢纽机场旅客吞吐量增速放缓。但进入三季度, 广深地区有效承接了香港机场客流, 白云机场三季度旅客增速提速。公司 19 年 Q3 实现起降架次 12.50 万次 (+4.19%YOY), 旅客吞吐量 1886.55 万人 (+7.53%YOY)。
- **前三季度受 T2 投产和民航发展基金返还取消拖累, 短期业绩下滑明显。**从营收来看: 由于民航发展基金返还取消, 前三季度公司营收同比仅增 0.51%。从成本来看: 由于新航站楼启用, 公司营业成本上涨 11%, 毛利率下滑至 21.2%, 同比-7.5pcts。有税商业受宏观经济影响, 部分存在退租现象。另外三季度 T1 商业重新招商, 对有税商业收入有所影响。
- **四季度至明年客流增速逐步恢复, 中期非航收入具有翻倍潜力。**据民航局时刻表, 白云机场 19 年冬春季时刻放量, 总体周度航班同比+6.8%, 其中国内增长 4.5%, 国际增长 13.6%, 在一线机场里增速明显。受益于粤港澳大湾区和香港机场旅客溢出, 白云机场国际枢纽建设提速, 预计 21 年国际旅客占比将提升至 26.3%, 届时免税收入仍将保持较快增长。
- **风险提示: 南航营运及财务恶化、恶劣天气、机场收费政策变动**

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6762	7747	8207	9250	10355
同比增长	10%	15%	6%	13%	12%
营业利润(百万元)	2165	1528	1077	1570	2114
同比增长	14%	-29%	-29%	46%	35%
净利润(百万元)	1596	1129	820	1175	1567
同比增长	14%	-29%	-27%	43%	33%
每股收益(元)	0.77	0.55	0.40	0.57	0.76
PE	27.2	38.5	53.0	37.0	27.7
PB	2.9	2.8	2.7	2.6	2.4

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1. 事件	3
2. 点评	3
3. 投资建议	3
4. 风险提示	3

图表目录

图 1: 白云机场历史 PE Band	4
图 2: 白云机场历史 PB Band	4
附: 财务预测表	5

1. 事件

公司发布 19 年三季报，略低于预期。白云机场 19 年前三季度实现营收 58.33 亿元 (+0.51%YOY)，归母净利润 5.73 亿元 (-37.64% YOY)，扣非归母净利润为 5.22 亿元，(-42.96% YOY)，加权 ROE 为 3.57%，基本 EPS 0.28 元 (-36.36% YOY)。Q3 单季度实现营收 19.74 亿元 (-5.25%YOY)，归母净利润 1.45 亿元 (-32.87%YOY)，扣非归母净利润 1.16 亿元 (-45.72%YOY)。

2. 点评

受香港机场旅客溢出影响，Q3 航空出行整体增速有所复苏。上半年受宏观经济下行影响，航空出行需求较弱，各大枢纽机场旅客吞吐量增速放缓。但进入三季度，广深地区有效承接了香港机场客流，白云机场三季度旅客增速明显加快。公司 19 年 Q3 实现起降架次 12.50 万次 (+4.19% YOY)，旅客吞吐量 1886.55 万人 (+7.53% YOY)。

前三季度受 T2 投产和民航发展基金返还取消拖累，短期业绩下滑明显。从营收端来看：由于民航发展基金返还取消，前三季度公司营收同比仅增 0.51%。从成本端来看：由于新航站楼启用，折旧成本、劳务费、水电管理费等明显上升，公司营业成本上涨 11%，毛利率下滑至 21.2%，同比-7.5pcts。有税商业受宏观经济影响，部分存在退租现象。另外三季度 T1 商业重新招商，对有税商业收入有所影响。

四季度至明年客流增速有望持续复苏，长期非航收入具有翻倍潜力。据民航局时刻表，白云机场 19 年冬春季时刻放量，总体周度航班同比+6.8%，其中国内增长 4.5%，国际增长 13.6%；同时受益于南航运力投放（19-21 年新增飞机 CAGR 约为 9%），客流增速有望实现复苏。受益于粤港澳大湾区发展战略和香港机场旅客溢出，白云机场将加速国际枢纽建设，预计 21 年国际旅客占比将提升至 26.3%。公司上半年免税收入约 3.4 亿元，已实现翻倍增长，未来仍有较大提升空间。

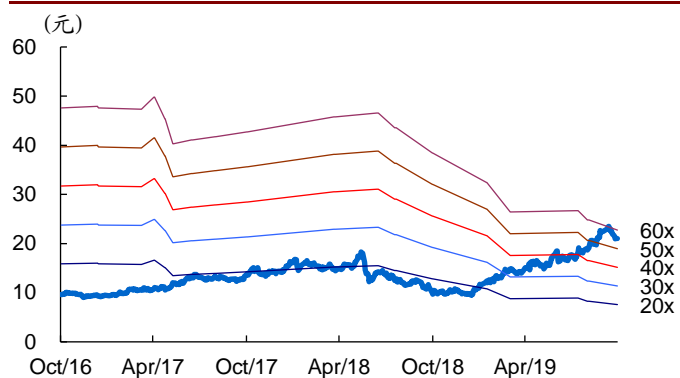
3. 投资建议

虽然公司短期经营业绩受到较大冲击，但随着粤港澳大湾区机场格局重塑，T2 产能持续释放，国际旅客快速提升，非航收入具有翻倍的潜力。我们预计 2019/20/21 年的 EPS 分别为 0.40/0.57/0.76 元，给予目标价 22 元，下调至“审慎推荐-A”评级。

4. 风险提示

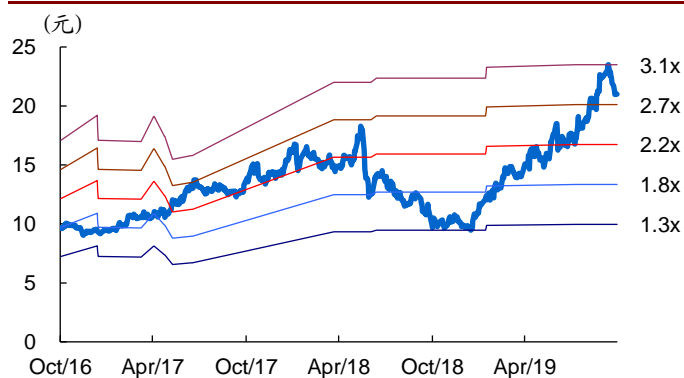
南方航空营运及财务情况恶化、恶劣天气与自然灾害、机场收费政策变动

图 1：白云机场历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：白云机场历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4113	3789	3469	4703	6967
现金	2837	2284	1865	2900	4953
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	60	26	27	31	34
应收款项	821	1168	1237	1394	1561
其它应收款	138	62	66	74	83
存货	79	61	73	78	84
其他	177	188	202	226	252
非流动资产	18407	23276	22493	21468	20513
长期股权投资	199	220	243	243	243
固定资产	8603	21956	20913	19891	18939
无形资产	28	550	515	514	512
其他	9576	549	821	820	819
资产总计	22520	27065	25962	26171	27480
流动负债	5382	9772	8227	7473	7523
短期借款	1400	0	750	0	0
应付账款	271	419	498	534	573
预收账款	33	117	139	149	160
其他	3677	9237	6840	6790	6790
长期负债	2038	1551	1501	1501	1501
长期借款	950	650	600	600	600
其他	1088	901	901	901	901
负债合计	7420	11323	9727	8974	9023
股本	2069	2069	2069	2069	2069
资本公积金	6677	6677	6677	6677	6677
留存收益	6260	6870	7338	8267	9481
少数股东权益	94	127	150	184	230
归属于母公司所有者权益	15006	15616	16084	17013	18227
负债及权益合计	22520	27065	25962	26171	27480

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2153	3119	453	2497	2787
净利润	1596	1129	820	1175	1567
折旧摊销	613	1323	1556	1475	1405
财务费用	39	157	65	53	20
投资收益	(46)	(29)	(88)	(88)	(88)
营运资金变动	(126)	534	(1925)	(152)	(161)
其它	77	4	24	34	45
投资活动现金流	(4058)	(1808)	(685)	(362)	(362)
资本支出	(4037)	(1816)	(750)	(450)	(450)
其他投资	(21)	8	65	88	88
筹资活动现金流	3753	(1858)	(187)	(1099)	(372)
借款变动	3735	(860)	230	(800)	0
普通股增加	919	0	0	0	0
资本公积增加	2891	0	0	0	0
股利分配	(580)	(656)	(352)	(246)	(352)
其他	(3213)	(341)	(65)	(53)	(20)
现金净增加额	1849	(546)	(419)	1035	2053

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6762	7747	8207	9250	10355
营业成本	4019	5442	6470	6946	7448
营业税金及附加	88	128	136	153	172
营业费用	88	69	73	83	92
管理费用	423	446	473	533	597
研发费用	0	31	0	0	0
财务费用	39	157	65	53	20
资产减值损失	19	32	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	80	88	88	88	88
营业利润	2165	1528	1077	1570	2114
营业外收入	8	13	32	32	32
营业外支出	7	2	0	0	0
利润总额	2166	1538	1109	1602	2146
所得税	565	376	265	393	534
净利润	1601	1162	844	1209	1612
少数股东损益	5	33	24	34	45
归属于母公司净	1596	1129	820	1175	1567

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	10%	15%	6%	13%	12%
营业利润	14%	-29%	-29%	46%	35%
净利润	14%	-29%	-27%	43%	33%
获利能力					
毛利率	40.6%	29.7%	21.2%	24.9%	28.1%
净利率	23.6%	14.6%	10.0%	12.7%	15.1%
ROE	10.6%	7.2%	5.1%	6.9%	8.6%
ROIC	9.2%	7.4%	4.8%	6.8%	8.3%
偿债能力					
资产负债率	32.9%	41.8%	37.5%	34.3%	32.8%
净负债比率	10.5%	4.3%	5.4%	2.3%	2.2%
流动比率	0.8	0.4	0.4	0.6	0.9
速动比率	0.7	0.4	0.4	0.6	0.9
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	53.3	77.5	96.4	91.9	91.8
应收帐款周转率	8.2	7.5	6.7	6.9	6.9
应付帐款周转率	16.8	15.8	14.1	13.5	13.5
每股资料 (元)					
EPS	0.77	0.55	0.40	0.57	0.76
每股经营现金	1.04	1.51	0.22	1.21	1.35
每股净资产	7.25	7.55	7.77	8.22	8.81
每股股利	0.24	0.17	0.12	0.17	0.23
估值比率					
PE	27.2	38.5	53.0	37.0	27.7
PB	2.9	2.8	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	18.3	17.4	19.0	16.6	14.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。