白云机场（600004）

公司研究/点评报告

有税商业纠纷影响短期收入增速

—2019 年三季报点评

点评报告/交通运输　　2019 年 10 月 29 日

一、事件概述

公司发布 2019 年三季报：Q3 实现收入 19.7 亿元，同比降 5.3%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比降 33%；扣非后归母净利润 1.2 亿元，同比降 46%。Q1-Q3，公司实现收入 58.3 亿元，同比增 0.5%；实现归母净利润 5.7 亿元，同比降 38%；扣非后归母净利润 5.2 亿元，同比降 43%。

二、分析与判断

➢ Q3 业务量保持较快增长，收入下滑预计主要受有税商业租金影响

业务量 Q3 保持较快增长，冬春航季时刻继续放量：6-9 月，白云机场完成航班起降 12.5 万架次/+4.2%，旅客吞吐量 1886 万人次/+7.5%；Q1-Q3 完成航班起降 27.5 万架次/+3.7%，旅客吞吐量 3935 万人次/+7.5%。根据预先飞行管理计划，19/20 冬春航季白云机场周度计划航班量同比增 6.8%，较去年同期有明显提升，预计 4Q19-1Q20 公司航班及旅客量增速仍将保持较快增长趋势。

T1&T2 有税商业纠纷拖累 Q3 收入增速，免税经营持续爬坡，长期空间可观。我们预计 Q3 收入增速下滑主要受到两方面影响：（1）今年机场建设费返还取消，预计影响单季度收入 2 亿元；（2）此外，受此前 T1&T2 有税商铺退租影响，Q3 有税商业收入预计出现下滑，因上半年该部分商户仍需按进度缴纳租金，故在收入端的影响未能体现。目前白云机场有税零售招租事项正稳步推进，短期虽仍将对收入产生影响，但由于免税销售持续爬坡，未来有望逐步对冲有税商业租金下降带来的损失，同时有税商业招商本身仍有改善空间。中期而言，在机场和中免经营合力下，我们判断白云远期免税销售额较今年预测的 18 亿-20 亿规模仍有 3 倍以上成长空间，短期有税商业的影响在长期可以被完全抹平。

成本端增长稳定，税金及附加占比有所提升。Q3 公司营业成本同比降 1.6%，较 Q2 环比改善。但营业税金及附加同比增加约 6000 万元，占营收比重提升约 3pct。此外，期间费用基本保持平稳销售费用/管理费用/财务费用占收入比重分别-0.02pct/-0.9pct/-1.3pct。

三、投资建议

中长期看，白云机场免税断货问题有望逐步改善，同时在中免与机场经营合力增强背景下（联合营销、免税面积释放、线上预订提货开放），月均销售持续提升可期；远期而言，白云免税客单价仍有望达到现有上海机场的一半水平，预计整体免税销售规模可达 68 亿，免税租金对应贡献业绩 20 亿左右，仅考虑该部分估值即可支撑白云远期 400-600 亿的估值水平。预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.44、0.60、0.77 元，对应 2019-21 年 PE 估值各为 47X、35X、27X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

有税招商进展低于预期；免税销售情况低于预期；国际旅客增长不及预期。

推荐　　首次评级

当前价格：　21.0 元

交易数据	2019-10-28
近 12 个月最高/最低(元)	23.5/9.57
总股本（百万股）	2,069
流通股本（百万股）	2,069
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	435
流通市值（亿元）	435

该股与沪深 300 走势比较

资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证号：　S0100519080001

电话：

邮箱：　guximin@mszq.com

相关研究

1.白云机场(600004):产能仍在持续释放，非航业务值得期待

2.白云机场(600004)公司深度研究:定位提升长期受益，非航业务突飞猛进

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,747	8,131	8,797	9,465
增长率（%）	14.6	5.0	8.2	7.6
归属母公司股东净利润（百万元）	1,129	920	1,247	1,600
增长率（%）	-29.2	-18.5	35.5	28.4
每股收益（元）	0.55	0.44	0.60	0.77
PE（现价）	38.2	47.2	34.9	27.2
PB	2.8	2.6	2.4	2.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,747	8,131	8,797	9,465
营业成本	5,442	6,202	6,362	6,486
营业税金及附加	128	135	146	157
销售费用	69	81	88	95
管理费用	446	488	528	568
研发费用	31	0	0	0
EBIT	1,630	1,225	1,673	2,160
财务费用	157	0	0	0
资产减值损失	32	0	0	0
投资收益	29	35	36	33
营业利润	1,528	1,260	1,709	2,194
营业外收支	10	0	0	0
利润总额	1,538	1,265	1,715	2,201
所得税	376	310	420	538
净利润	1,162	956	1,295	1,662
归属于母公司净利润	1,129	920	1,247	1,600
EBITDA	2,953	1,225	1,673	2,160

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2284	3901	5611	7044
应收账款及票据	1194	1111	1235	1360
预付款项	15	24	20	21
存货	61	150	57	143
其他流动资产	173	173	173	173
流动资产合计	3789	5625	7145	9014
长期股权投资	220	255	291	325
固定资产	21956	21956	21956	21956
无形资产	550	550	550	550
非流动资产合计	23276	23297	23333	23367
资产合计	27065	28922	30478	32380
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	419	414	448	463
其他流动负债	2000	2000	2000	2000
流动负债合计	9772	10673	10935	11174
长期借款	650	650	650	650
其他长期负债	201	201	201	201
非流动负债合计	1551	1551	1551	1551
负债合计	11323	12224	12485	12725
股本	2069	2069	2069	2069
少数股东权益	127	162	211	273
股东权益合计	15742	16698	17993	19655
负债和股东权益合计	27065	28922	30478	32380

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	14.6%	5.0%	8.2%	7.6%
EBIT 增长率	-23.9%	-24.8%	36.5%	29.2%
净利润增长率	-29.2%	-18.5%	35.5%	28.4%
盈利能力				
毛利率	29.7%	23.7%	27.7%	31.5%
净利润率	14.6%	11.3%	14.2%	16.9%
总资产收益率 ROA	4.2%	3.2%	4.1%	4.9%
净资产收益率 ROE	7.2%	5.6%	7.0%	8.3%
偿债能力				
流动比率	0.4	0.5	0.7	0.8
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.8
现金比率	0.2	0.4	0.5	0.6
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	46.2	42.8	43.8	44.3
存货周转天数	4.6	6.1	5.8	5.5
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标（元）				
每股收益	0.6	0.4	0.6	0.8
每股净资产	7.5	8.0	8.6	9.4
每股经营现金流	1.5	0.8	0.8	0.7
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	38.2	47.2	34.9	27.2
PB	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	14.2	33.2	23.3	17.4
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,162	956	1,295	1,662
折旧和摊销	1,355	0	0	0
营运资金变动	497	683	451	(195)
经营活动现金流	3,119	1,598	1,704	1,427
资本开支	1,812	(19)	(5)	(7)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(1,808)	19	5	7
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(1,201)	0	0	0
筹资活动现金流	(1,858)	0	0	0
现金净流量	(546)	1,618	1,709	1,434

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。