

运输/工业

白云机场(600004)

首次覆盖

三期扩建即将开工，免税决定长期价值

评级：中性

目标价格：14.80

当前价格：15.41

2020.07.02

	岳鑫(分析师)	郑武(分析师)
	0755-23976758	0755-23976528
	yuexin@gtjas.com	zhengwu@gtjas.com
证书编号	S0880514030006	S0880514030002

本报告导读：

预计三期扩建将于 2021 年开工，扩建资本开支与免税长期空间，将共同决定长期投资回报率。

投资要点：

- **首次覆盖，评级“中性”。**疫情显著影响短期利润，三期扩建将决定长期投资回报率。预测 2020-2022 年净利润分别为-0.6、5.7、12.2 亿元，EPS 分别为-0.03、0.28、0.59 元。结合 PE 估值与现金流贴现估值，给予目标价 14.8 元/股。首次覆盖，评级“中性”。
- **新一轮生命周期积极变革。**白云机场 T1 自 2010-17 年产能利用率持续提升，但毛利率爬升幅度较有限，可能源于传统自营模式及航站楼指廊设计。T2 于 2018 年 4 月启用，开启新一轮生命周期。T2 设计方案进行了较大修改，大幅增加及优化空侧商业区。同时，积极向管理型机场转型，T2 最大程度业务外包，将有利于运营成本管控。
- **非航业务反哺航空主业。**非航业务是本轮生命周期 ROE 回升的关键，也将决定远期回报率水平。T2 启用后，免税提成比例显著提升，广告定价大幅上升。2019 年免税与广告利润贡献相当于整体净利。预计 2019-23 年免税收入年复合增速 26%，是非航主力。未来五年人均免税消费有望保持较快增长，并接轨亚太机场均值，同时激励机制将导致提成比例略降。长期空间将受客流结构与消费习惯影响。
- **三期扩建影响长期回报率。**2019 年飞行区与航站区产能利用率均已处高位，且将于三年内达到设计产能。考虑长期需求与规划建设周期，三期扩建工程前期工作已启动。我们目前匡算资本开支 220 亿元左右，假设 2021 年开工，计划于 2025 年底完工启用。
- **风险提示。**扩建风险、疫情跨年度影响、政策风险、商业违约风险。

交易数据

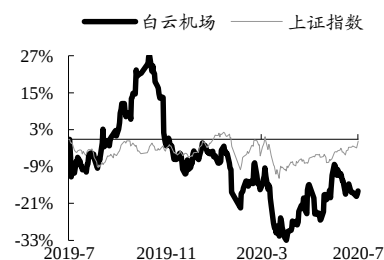
52 周内股价区间 (元)	12.45-23.50
总市值 (百万元)	31,888
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,069/2,069
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	17.94
日均成交值 (百万元)	268.68

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	16,564
每股净资产	8.00
市净率	1.9
净负债率	-6.51%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.11	-0.03
Q2	0.10	-0.02
Q3	0.07	0.00
Q4	0.21	0.03
全年	0.48	-0.03

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	24%	-17%
相对指数	-13%	13%	-16%

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,747	7,870	5,209	7,825	9,190
(+/-)%	15%	2%	-34%	50%	17%
经营利润 (EBIT)	1,661	1,261	-498	538	1,471
(+/-)%	-20%	-23%	-137%	-	170%
净利润 (归母)	1,129	1,000	-57	574	1,218
(+/-)%	-29%	-11%	-106%	-1114%	112%
每股净收益 (元)	0.55	0.48	-0.03	0.28	0.59
每股股利 (元)	0.17	0.15	0.00	0.10	0.21

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	21.4%	16.0%	-9.6%	6.9%	16.0%
净资产收益率(%)	7.2%	6.1%	-0.3%	2.9%	5.9%
投入资本回报率(%)	10.2%	7.9%	-2.9%	3.3%	7.1%
EV/EBITDA	10.8	11.0	30.3	15.2	10.4
市盈率	27.9	31.5	-557.0	54.9	25.9
股息率 (%)	1.1%	1.0%	0.0%	0.6%	1.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2020.07.01

股票研究

工业

运输

白云机场(600004)

首次覆盖

评级: 中性

目标价格: 14.80

当前价格: 15.41

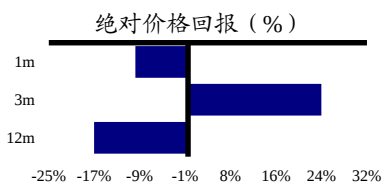
2020.07.01

公司网址

www.baiyunport.com

公司简介

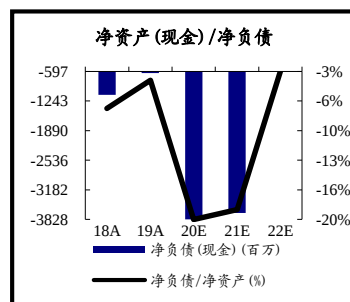
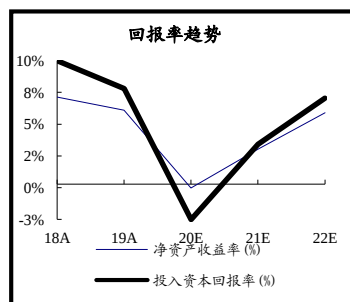
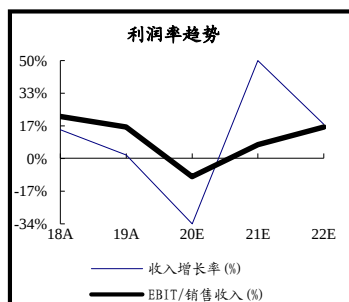
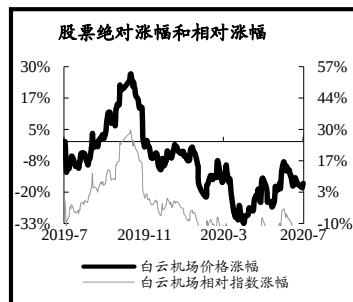
公司是国内三大门户复合型枢纽机场之一,是国家着力打造的珠三角世界级机场群及粤港澳大湾区的核心机场。公司为白云机场的管理和运营机构,以白云机场为经营载体,主要从事以航空器、旅客和货物、邮件为对象,提供飞机起降与停场、旅客综合服务、安全检查以及航空地面保障等航空服务业务,和货邮代理服务、航站楼内商业场地租赁服务、特许经营服务、地面运输服务和广告服务等航空性延伸服务业务。



52 周内价格范围 12.45-23.50
市值 (百万) 31,888

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,747	7,870	5,209	7,825	9,190
营业成本	4,302	4,607	3,748	5,233	5,536
税金及附加	128	163	26	157	184
销售费用	69	12	73	78	92
管理费用	446	461	350	426	489
EBIT	1,661	1,261	-498	538	1,471
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	29	49	218	86	90
财务费用	157	55	-39	-69	-37
营业利润	1,528	1,316	-167	771	1,681
所得税	376	271	-94	174	400
少数股东损益	33	57	-7	33	72
净利润	1,129	1,000	-57	574	1,218
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,284	1,231	4,422	4,288	1,193
其他流动资产	188	239	158	238	280
长期投资	220	263	427	427	427
固定资产合计	22,023	21,043	19,775	22,025	26,223
无形及其他资产	1,032	1,170	1,159	1,147	1,136
资产合计	27,065	25,007	26,851	29,273	30,471
流动负债	9,772	7,037	5,742	7,769	8,128
非流动负债	1,551	1,501	1,501	1,501	1,501
股东权益	15,616	16,289	19,432	19,805	20,597
投入资本(IC)	16,692	16,804	16,557	16,886	20,821
现金流量表					
NOPLAT	1,706	1,320	-487	549	1,482
折旧与摊销	1,314	1,589	1,547	1,562	1,613
流动资金增量	4,886	-2,243	-1,031	1,710	252
资本支出	-1,812	-1,062	-300	-3,800	-5,800
自由现金流	6,095	-396	-271	21	-2,452
经营现金流	7,375	392	455	3,867	3,131
投资现金流	-21	-533	-464	-3,800	-5,800
融资现金流	-7,908	-911	3,200	-201	-426
现金流净增加额	-553	-1,053	3,191	-133	-3,095
财务指标					
成长性					
收入增长率	14.6%	1.6%	-33.8%	50.2%	17.4%
EBIT 增长率	-20.4%	-22.6%	-136.9%	-	170.0%
净利润增长率	-29.2%	-11.5%	-105.7%	-1114.2%	112.2%
利润率					
毛利率	29.7%	24.1%	-0.9%	15.3%	24.3%
EBIT 率	21.4%	16.0%	-9.6%	6.9%	16.0%
净利润率	14.6%	12.7%	-1.1%	7.3%	13.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	7.2%	6.1%	-0.3%	2.9%	5.9%
总资产收益率(ROA)	4.2%	4.0%	-0.2%	2.0%	4.0%
投入资本回报率(ROIC)	10.2%	7.9%	-2.9%	3.3%	7.1%
运营能力					
存货周转天数	6	5	6	4	5
应收账款周转天数	59	46	60	50	45
总资产周转率	1168	1208	1817	1309	1186
净利润现金含量	6.53	0.39	-8.03	6.74	2.57
资本支出/收入		6%	6%	49%	63%
偿债能力					
资产负债率	41.8%	34.1%	27.0%	31.7%	31.6%
净负债率	-7.1%	-3.9%	-19.7%	-18.6%	-2.9%
估值比率					
PE	27.9	31.5	-557.0	54.9	25.9
PB	2.0	1.9	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.8	11.0	30.3	15.2	10.4
P/S	4.1	4.0	6.1	4.0	3.4
股息率	1.1%	1.0%	0.0%	0.6%	1.4%



目录

1. 新一轮生命周期积极变革	4
1.1. T1 时代利润率平稳	4
1.2. T2 商业规划改善——设计集中的商业区	5
1.3. T2 全面推行外包管理模式	6
2. 非航业务反哺航空主业	7
2.1. 免税短期成长空间明显	7
2.1.1. 人均免税消费有望接轨亚太机场均值	7
2.1.2. 免税实际提成比例或挂钩免税销售额	10
2.2. 广告收入平稳增长	11
2.3. 国内商业区定价回归合理	12
3. 三期扩建影响长期回报率	13
3.1. 三期扩建预计 2021 年开工	13
3.2. 2019 年版总体规划较 2007 年版扩大	14
3.3. 三期扩建主体工程或 220 亿元	15
3.4. 长期投资回报率承压	17
4. 盈利预测与估值	18
4.1. 2020 年资产置换与现金注入	18
4.2. 新冠疫情导致短期业绩承压	18
4.3. 评级“中性”	19
5. 风险提示	20

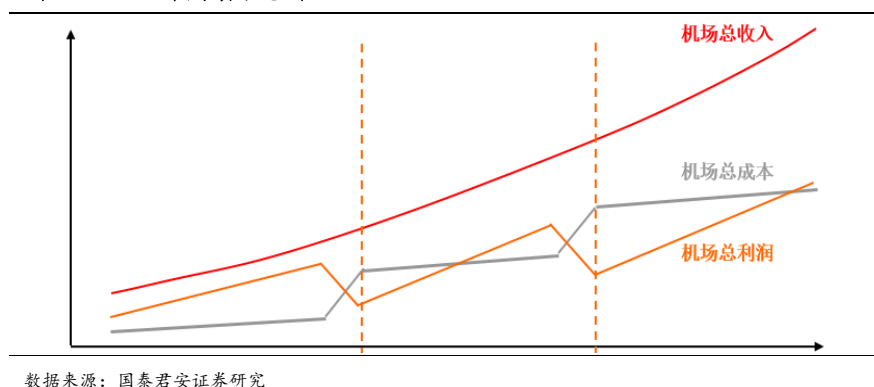
1. 新一轮生命周期积极变革

白云机场在 T1 生命周期中，毛利率爬升幅度较有限，我们认为可能源于传统自营模式及航站楼设计。T2 于 2018 年 4 月启用，开启新一轮生命周期。T2 设计方案进行了较大修改，大幅增加及优化空侧商业区。同时，积极向管理型机场转型，外包管理模式推行有利于控制运营成本。

1.1. T1 时代利润率平稳

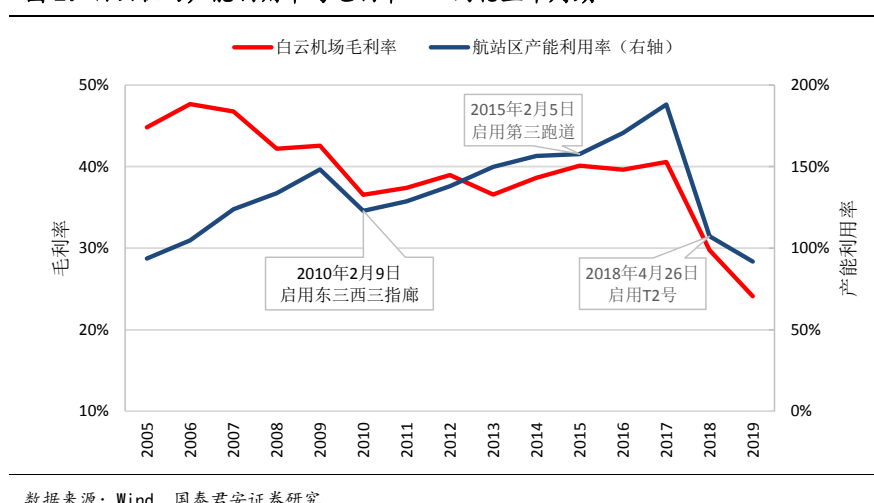
机场是典型的重资产基建行业，呈现周期性的产能资产扩建。当新固定资产启用，机场公司的毛利率大多会显著下降。随着产能利用率的提升，收入将持续增长，若运营成本管控得当，毛利率与 ROE 应稳步攀升。

图 1：机场生命周期示意图



白云机场 T1 航站楼于 2004 年 8 月启用，2010 年 2 月启用 T1 东三西三指廊，至此完成 T1 整体建设。在 2010-2017 年的 T1 产能利用率持续提升周期中，公司毛利率爬升幅度较为有限。

图 2：白云机场产能利用率与毛利率——两轮生命周期



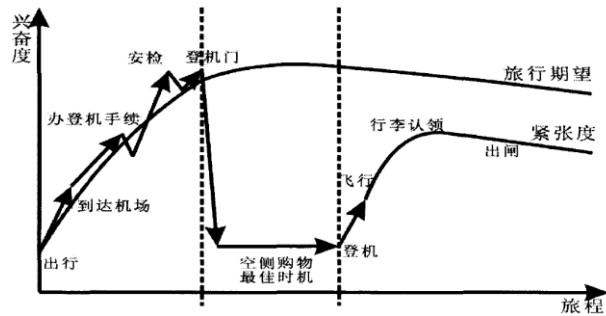
我们认为原因可能主要有两点：

- 1、传统自营模式——员工规模庞大且持续增长，运营成本管控难度大。
- 2、T1 航站楼设计影响商铺商业价值——T1 以美国设计方案为基础，采用“集中办票、分散登机、到港分散”的流程设计。商业区大比例分布

于陆侧，且集中于旅客出行非必经的 1F 层。空侧商铺则多分布于指廊，客流分散。

白云机场董事长邱嘉臣著作《中国大型机场运营管理》，“白云机场 T1 航站楼最大的痛点是没有设计集中的商业区，过多分布在指廊里面，商业价值较低”。

图 3：乘机心理基本规律——空侧适合商业经营

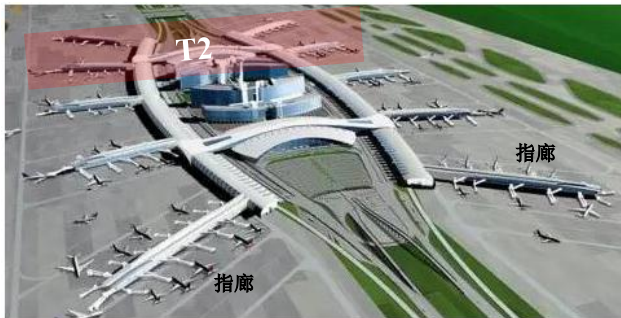


数据来源：《中枢机场的商业经营管理》

1.2. T2 商业规划改善——设计集中的商业区

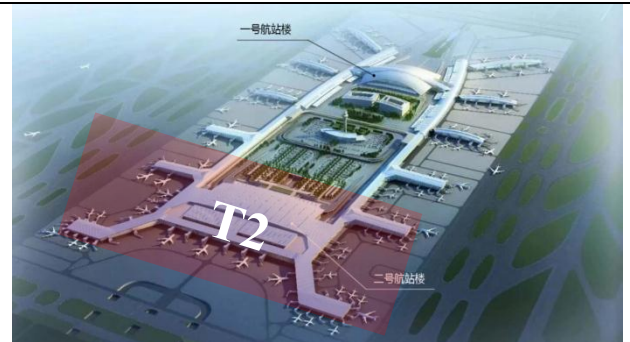
白云机场 T2 设计方案原本采用与 T1 相似的指廊模式。考虑到 T1 多年实际运营中发现的问题，T2 最终的设计方案进行了较大修改——大幅增加了主楼面积与商业面积，并在空侧设计集中商业区。同时，国内出发与到达的混流层设计，有效提升了商铺的客流量。

图 4：白云机场旧建设方案——T2 延续 T1 设计方案



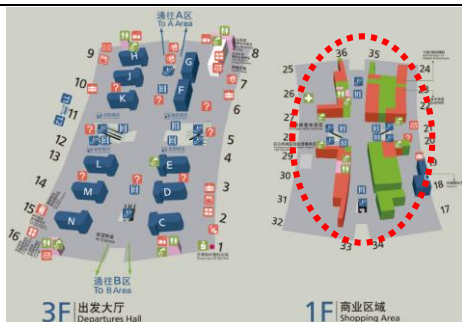
数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

图 5：白云机场新建设方案——T2 最终设计较大修改



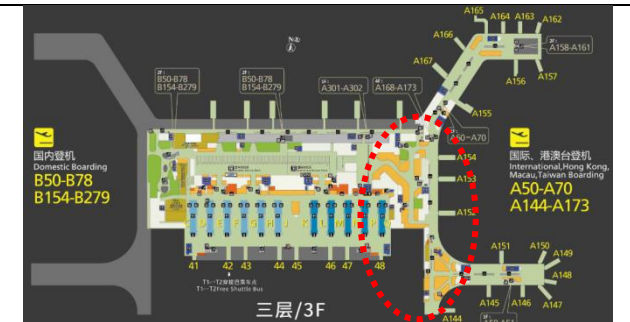
数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

图 6：白云机场 T1 商业区集中分布于旅客非必经的 1F 层



数据来源：公司网站，国泰君安证券研究
备注：红色部分为商店，绿色部分为餐厅。

图 7：白云机场 T2 商铺集中位于过安检后的人流密集区域



数据来源：公司网站，国泰君安证券研究
备注：黄色部分为商店，绿色部分为餐厅。

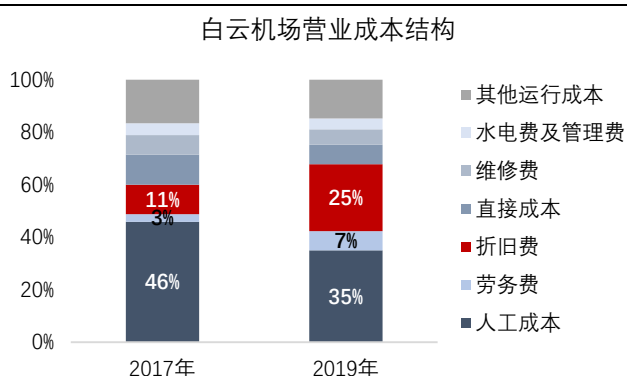
1.3. T2 全面推行外包管理模式

T2 航站楼建筑面积是 T1 的 1.2 倍，单平米造价是 T1 的 1.8 倍。T2 启用后，公司营业成本 2019 年较 2017 年上升 49%。若剔除折旧成本，其他成本仅上升 25%，成本结构较 T1 时代更为均衡。

我们认为主要原因有两点：

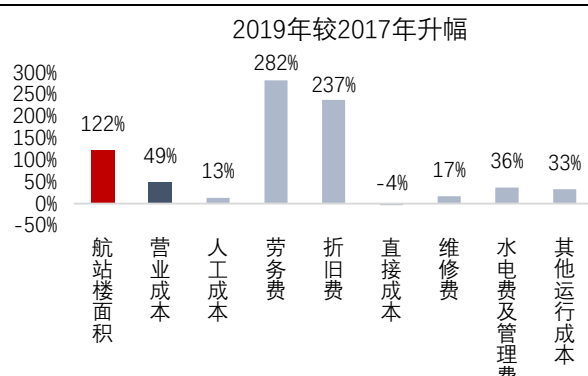
- 1、T1 超负荷运营多年，部分平滑 T2 启用导致的运营成本跃升幅度。2017 年 T1 产能利用率高达 188%。2019 年 T1 与 T2 整体产能利用率降至 92%。
- 2、T2 航站楼全面推行外包模式，有效控制人工成本增幅。

图 8：白云机场 T2 启用后成本结构较 T1 时代更为均衡



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 9：白云机场 T2 启用后营业成本升幅仅 49%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

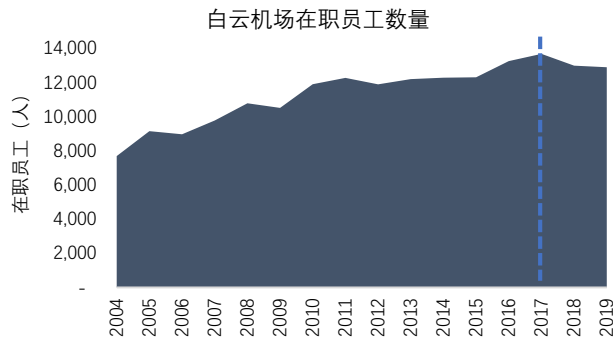
在 T2 启用前，白云机场长期保持自营模式。过去十年虽对商业区经营逐步进行了特许经营改革，但机场整体自营比例仍较明显高于上海机场、深圳机场等。2017 年公司员工数量近 1.4 万人，人工成本占比高达 46%。

近三年白云机场在新管理层的带领下，全力推进管理转型，对 T2 航站楼全面推行外包模式。公司为 T2 公开招标了 17 个专业运营服务商，除了安检与行李服务，其他业务均采用外包方式运营。外包模式难以改变机场人力密集型的业务特征，但有利于公司合理管控运营成本。

2019 年底公司在职员工数量较 2017 年底不升反降，劳务外包工时则大幅增长 5.2 倍。按照年工作日每天 8 小时估算，相当于增加四成有效员工，且劳务外包人员折算年薪仅为公司在职员工约一半。人工成本与劳务费合计成本占比，由 2017 年的 49% 降至 2019 年的 42%。同时，T2 启用初期其他运营成本升幅也较为有限。后续成本管控有待持续观察。

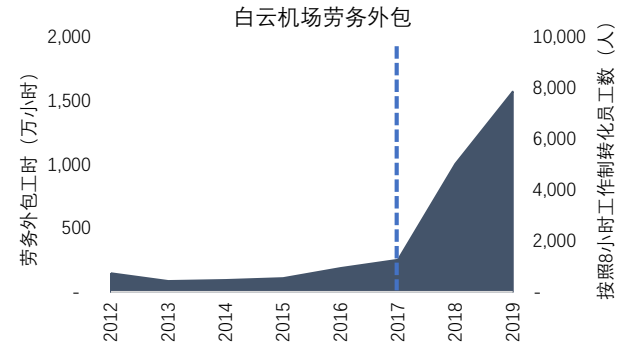
随着公司对外包模式的探索与磨合，预计未来外包模式有望继续深化。外包模式也对公司的管理能力提出了更高的要求，需要完备的招标采购制度与日常监管制度来保障服务水平与防控风险。

图 10: 白云机场 T1 运营阶段在职员工数量持续增长



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 11: 公司通过外包满足 T2 运营人员大幅增长需求



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

备注: 按照年工作日每天 8 小时, 估算劳务外包工时对应员工数量。

2. 非航业务反哺航空主业

白云机场是中国旅客吞吐量第三大机场, 国际客流占比 1/4, 蕴藏流量商业价值。新管理层高度重视非航业务发展, 积极推动免税、广告及国内商业区等价值体现, 反哺航空主业。

2019 年免税与广告利润贡献相当于公司整体净利。未来广告收入预计平稳增长, 免税业务将成为非航收入增长主力。考虑即将开工的三期扩建, 免税业务长期空间将显著影响远期回报率水平。

2.1. 免税短期成长空间明显

白云机场目前仍处于免税业务发展初级阶段, 如果免税商能够持续积极经营, 我们对其未来五年人均免税消费向亚太机场均值靠拢较为乐观。预计 2019-23 年公司免税收入年复合增速约 23%。

长期看, 国际客流结构差异, 以及珠三角居民购物渠道与消费品类等习惯, 将决定人均免税消费将可能长期低于上海与北京。

2.1.1. 人均免税消费有望接轨亚太机场均值

2019 年白云机场人均免税消费首超百元, 仍显著低于亚太机场 170-255 元的均值范围。随着免税品类扩充, 以及免税商积极性激励, 待国际客流恢复, 预计免税业务有望以较快的增速向亚太机场均值靠拢。

➤ 2017-19 年免税收入高增长

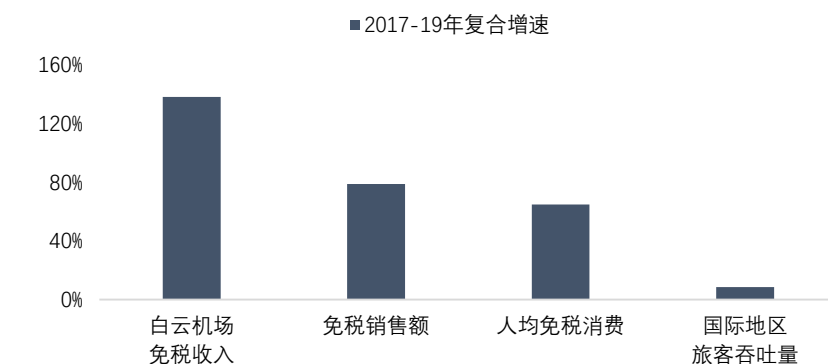
白云机场免税业务由中免公司独家运营。2016 年之前白云机场仅有 T1 免税出境店, 2016 年初获批开设免税进境店, 2018 年 4 月 T2 启用后免税店铺面积进一步大幅增加。2017 年公司对 T1/T2 免税进境店及 T2 免税出境店公开招标, 最终由中免公司以较高的提成比例中标运营。

白云机场 2016-17 年人均免税消费不到 40 元, 仅相当于上海浦东机场同

期的 1/6，且明显低于香港机场与泰国机场等亚太机场。巨大差距的背后，我们猜测可能包括当时进境店缺失（估算 2019 年进境店销售占比超半）、T1 出境店面积有限，免税品类有限，免税运营商积极性，以及客源差异等短期与长期多方面原因。

过去两年白云机场免税经营改善明显，且免税运营商积极性提升。估算 2017-19 年人均免税消费年复合增速达 65%，免税销售额年复合增速近 80%。在人均免税消费与提成比例双重提升作用下，估算 2017-19 年白云机场免税业务收入的复合增速近 140%。未来国际客流与人均免税消费，将成为免税收入增长的驱动力。

图 12：2017-19 年白云机场免税高增长——人均免税消费与提成比例双重提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

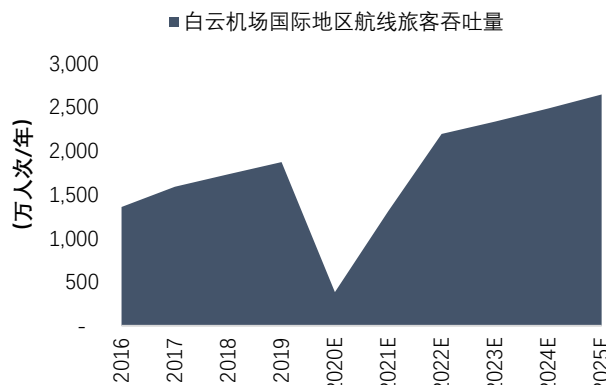
备注：免税收入=免税销售额*提成比例，免税销售额=人均免税消费*国际地区旅客吞吐量。

➤ 国际客流：预计 2019-23 年复合增速近 6%

新冠疫情对国际出行需求影响显著，且大概率跨年度影响。预计白云机场国际地区客流 2020 年缩减近八成，假设 2021 年恢复至 2019 年七成，2022 年恢复复合增长，2019-23 年国际地区客流年复合增速近 6%。

由于白云机场位于中国版图南端，区位决定其国际客流以东南亚及大洋洲航线为主，占比约 13%的中转客流也以国内至大洋洲及东南亚为主。随着主基地航司南方航空开启“广州-北京”双枢纽运营，预计未来白云机场国际枢纽建设将继续发挥其区位优势，进一步巩固广州作为中国大陆至大洋洲、东南亚的第一门户枢纽地位。

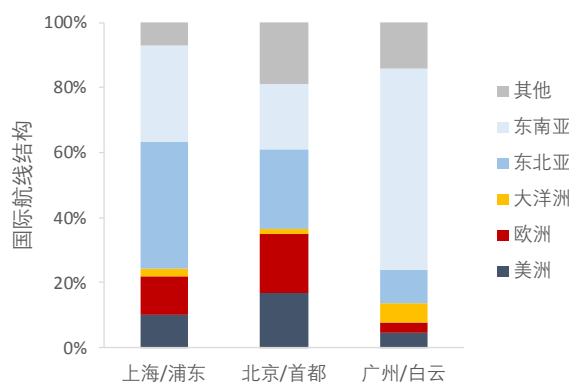
图 13：假设白云机场 2019-23 年国际地区客流复合增速 6%



数据来源：CAAC，国泰君安证券研究

备注：2020-2025 年为国泰君安证券预测。

图 14：白云机场东南亚及大洋洲航线居多（2019 年）



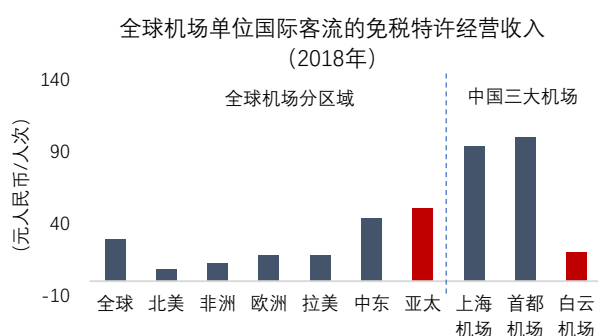
数据来源：CAAC，国泰君安证券研究

➤ 人均免税消费：假设 2019-23 年复合增速约 18%

白云机场作为中国第三大国际机场，2019 年人均免税消费首超百元，较 2016-17 年已大幅增长，但仍显著低于亚太机场平均水平。根据国际机场理事会统计，2018 年亚太机场国际客流人均免税特许经营收入为 7.15 美元，折合约 51 元人民币；假设亚太机场平均提成比例为 20%-30%，则亚太机场人均免税消费大概 170-255 元人民币。

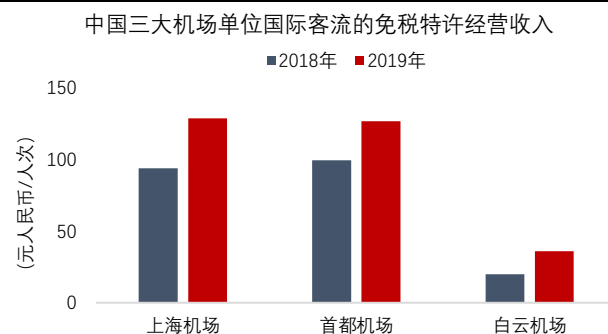
考虑到国人免税消费需求巨大，且国内免税运营商销售规模与价格竞争力不断增强，预计未来数年中国口岸机场仍将享受海外消费回流红利。假设 2019-23 年白云机场人均免税消费年复合增速约 18%。

图 15：全球机场单客免税收入——亚太机场居首



数据来源：国际机场理事会，MoodieDavittReport，国泰君安证券研究
备注：免税特许经营收入普遍为免税销售额*提成比例，各机场免税提成比例可能不同，中国三大机场提成比例居首行业。

图 16：中国机场单客免税收入——白云机场低于亚太均值



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

➤ 客源结构决定长期消费能力

参考免税经营卓越的迪拜机场长期数据，其过去三十余年人均免税消费增长呈现阶段性。发展初期，人均免税消费持续高增长。随着免税业务进入成熟阶段，人均免税消费保持高位平稳波动。

图 17：迪拜机场人均免税消费长期趋势——初期持续高增长，成熟期平稳波动



数据来源：迪拜机场，国泰君安证券研究

备注：迪拜国际机场旅客吞吐量国际航线占比超 99%。迪拜国际机场人均免税消费=迪拜国际机场免税销售额/迪拜国际机场旅客吞吐量。

白云机场目前仍处于免税业务发展初级阶段，我们对其未来五年人均免税消费向亚太机场均值靠拢较为乐观。考虑即将开工的三期扩建，免税

业务长期增长空间将显著影响公司长期价值。

我们尚未找到合适的方法，对白云机场免税业务长期空间进行量化预判。如果免税商能够持续积极经营，我们认为人均免税消费有望接轨甚至超过亚太机场均值。长期看，国际客流结构差异，珠三角机场的竞争与分工，以及珠三角居民购物渠道与消费品类等习惯，将可能影响白云机场的人均免税消费长期低于上海与北京。

2.1.2. 免税实际提成比例或挂钩免税销售额

根据 2019 年的经营情况推测，白云机场的免税新合同在高提成比例的基础上，可能约定了超额销售提成比例递减，以激励免税商积极性。考虑白云机场人均免税消费未来数年有望保持较快增长，预计免税销售额大概率持续明显高于保底，未来提成比例将可能低于合同执行初期的提成比例。

➤ 免税超额销售提成比例递减，激励免税商积极性

新合同约定的免税提成比例，接轨业界高水平，仅略低于上海机场及首都机场——白云机场 T1/T2 进境店 42%、T2 出境店 35%。

同时，根据 2019 年的经营情况，我们推测合同设计有超额激励机制——免税销售额超出保底部分的提成比例递减，以激励免税商的经营积极性。若免税实际销售额明显超出保底销售额，则实际提成比例将可能低于合同约定的提成比例。而保底销售额年度动态调整，将影响实际提成比例水平。

➤ 实际销售额持续明显高于保底，实际提成比例略低

2019 年免税实际销售额已明显高于保底销售额。根据我们的测算，新合同约定的 2019 年保底人均免税消费约 72 元，是 2017 年实际人均免税消费的 1.9 倍，但已低于 2019 年实际人均免税消费约三成。

免税保底销售额年度递增额为以下两者取其高：

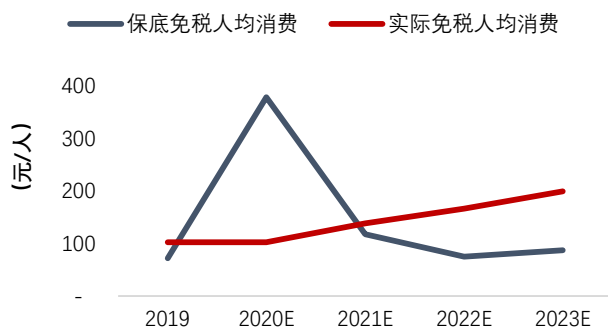
- (1) (上年度月平均实际销售额-上年度月保底销售额) × 20%
- (2) 上一年度月保底销售额 × 6%

这意味着，若上年度实际销售额较保底销售额高 30%，则保底销售额年增幅将高于 6%。

假设白云机场 2019-23 年实际人均免税消费年复合增速达到 18%，预计实际销售额自 2022 年将持续明显高于保底销售额，2019-23 年保底销售额年复合增速将高于 6%，有望达到 11%。实际年提成比例将可能在未来三年内，由 2018 年的 39%逐步下降至 33%左右。

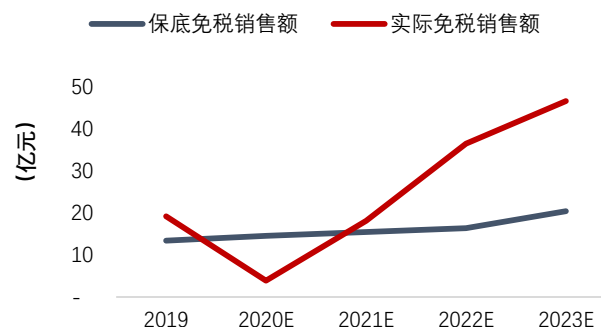
2023 年 T1 免税出境店将到期重新招标，假设继续由中免公司中标经营，且提成比例提升至目前 T2 免税出境店水平，预计白云机场免税实际提成比例将回升至 35%以上。

图 18: 假设 2019-23 年实际人均免税消费年复合增速 18%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 19: 2021 年开始实际免税销售额将持续明显高于保底



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.2. 广告收入平稳增长

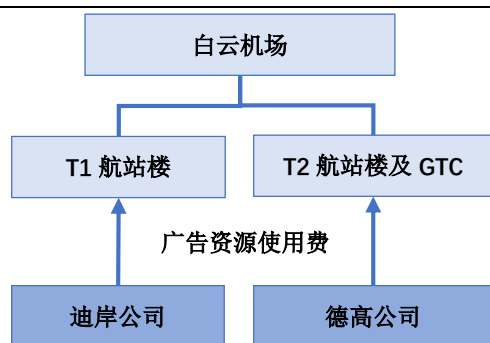
白云机场广告资源外包给迪岸和德高两家专业的广告运营商运营, 保底租金较 2017 年之前大幅提升。假设未来三年广告收入为保底租金, 未来三年复合增速约 8%。

➤ 广告资源定价大幅提升

白云机场 2017-2018 年通过公开招标, 陆续将 T1、T2/GTC 的广告资源分别外包给迪岸和德高两家专业的广告运营商运营。两家公司负责广告资源发布, 向机场交纳广告资源使用费。广告资源使用费由“保底价+超额提成”构成。

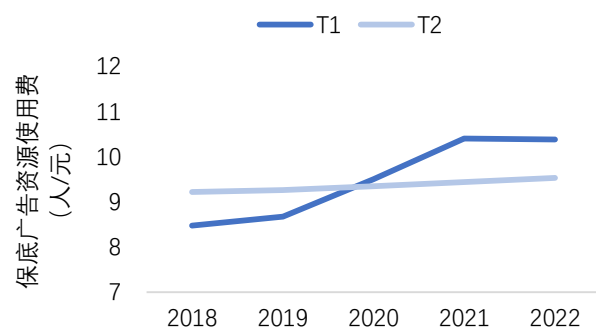
按照签订的广告合约, 在不考虑超额提成的情况下, 未来五年的平均保底广告资源使用费, 较 2017 年之前自营模式下提高了 50%以上。

图 20: 白云机场广告特许经营模式



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 21: 白云机场保底广告资源使用费



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

同时, 在确保获得保底租金的基础上, 设计了高于保底租金 25%的超额提成基准, 对超出基准的销售额仅收取 10%的超额提成, 并制定了三年必须达到超额提成基准的考核淘汰机制。

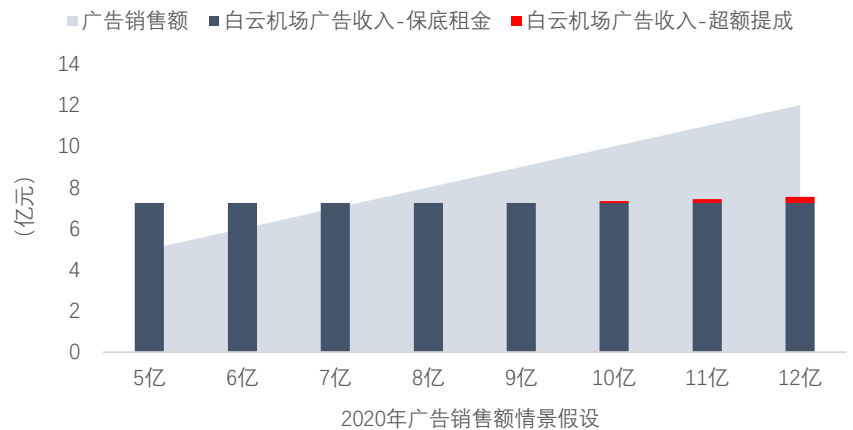
广告运营商考核达标, 意味着其能够获得符合行业正常水平的合理利润, 有利于广告业务外包模式的良性运转。较低的超额提成比例, 将激励广告运营商实现机场广告资源价值最大化。

➤ 保底租金作为基准假设

考虑超额提成较为有限且不确定，我们以保底租金作为白云机场 2020-2022 年的广告业收入假设，估算年复合增速约 8%。

广告是典型的 2B 可选消费，且广告发布多于年初进行。考虑新冠疫情影响，以及经济下行压力，若广告实际发布收入出现明显波动，需要注意广告运营商对于保底租金的执行能力。

图 22：白云机场广告业务收入——以 2020 年广告销售额情景测算



数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.3. 国内商业区定价回归合理

2019 下半年 T2 国内商业区批量商铺重新招商，商业特许经营定价回归合理。同时，受新冠疫情影响，国内商业区租金收益将受到短期影响。

➤ 国内商业区重新招商

T2 航站楼国内商业区规划较 T1 有明显改善，且公司新管理团队积极推介公开招标，2017 年首次招标租金价格大幅超出预期。

由于部分商家竞标时非理性报价过高，经营压力较大，2019 上半年出现较多违约退租情况，并导致 2019 年二、三季度公司营业收入同比下降。

根据机场集团官网招标信息，2019 年下半年至 2020 年一季度公司陆续完成 T2 国内商业区重新招商工作。根据我们的统计估算，T2 国内商业区重新招商面积超三成，保底经营权转让费下降约四成，回归合理水平。

➤ 新冠疫情影响短期商业收入

新冠疫情对机场客流短期影响显著，公司响应政府号召，与承租方共渡难关，对受疫情影响较大不能正常经营的民营租金减免相当于 2 个月的租金。根据公司测算，减免金额约 1 亿元。

同时，疫情期间旅客在机场餐饮购物等消费意愿下降，预计国内商业区提成收入将受到短期影响。

3. 三期扩建影响长期回报率

白云机场三期扩建主体工程预计将于 2021 年开工分阶段建设，计划于 2025 年底全部完工启用，我们目前匡算资本开支可能 220 亿元左右。三期扩建项目启用将开启新一轮生命周期，成本跃升幅度与非航反哺能力将决定长期投资回报率。

3.1. 三期扩建预计 2021 年开工

白云机场飞行区与航站区产能利用率均已处高位，并将于三年内达到设计产能。考虑到长期增长需求，以及规划建设周期，目前已启动三期扩建工程前期工作。预计将于 2021 年开工，2025 年底全部完工启用。

➤ 产能利用率已处高位，预计三年内达产

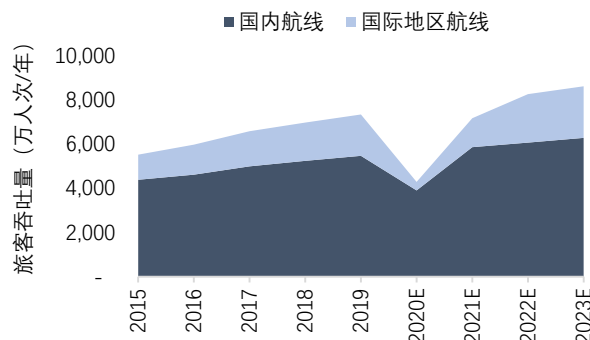
白云机场飞行区目前有三条平行跑道，其中东跑道与第三跑道为一组近距离跑道。按照有效产能与历史峰值估算，2019 年飞行区产能利用率已超 91%。在目前空域条件下，三条跑道高峰时刻已经接近饱和状态。预计三年内飞行区产能饱和，未来三年起降架次复合增速在 2-3%。

图 23：白云机场飞行区产能利用率 2019 年已超 91%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 24：预计 2019-23 年旅客吞吐量年复合增速约 4%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2018 年 4 月 T2 启用后，白云机场航站区设计产能由 3500 万人次/年提升至 8000 万人次/年。2019 年旅客吞吐量已达 7339 万人次，预计未来三年旅客吞吐量复合增速在 4% 左右，三年内也将超过设计产能。相较于飞行区，航站区产能弹性较大，应可满足未来五年客流增长需求。

➤ 三期扩建以 2030 年规划为目标

考虑到长期增长需求，以及规划建设周期，白云机场三期扩建工程前期工作已经启动。广东省机场集团作为项目法人，2019 年 11 月发布《广州白云国际机场三期扩建工程“方案设计规划”创意征集资格预审公告》，2020 年 1 月发布《广州白云国际机场三期扩建工程实施策划咨询服务招标》及《广州白云国际机场三期扩建工程航站区设计招标》。

广州白云国际机场规划分近期和远期两个阶段。

- (1) 近期规划目标年为 2030 年，年旅客吞吐量 1.2 亿人次、年货邮吞吐量 380 万吨、年飞机起降架次 77.5 万架次；其中第二航站

区以 2030 年为目标年进行建筑方案创意,按年旅客吞吐量 3500 万人次进行规划。

- (2) 远期规划目标年为 2045 年,规划内容立足于对今后建设的控制和引导,按照年旅客吞吐量 1.4 亿人次、年货邮吞吐量 600 万吨、年飞机起降架次 87 万架次的需求进行规划控制;其中第二航站区承担 4500 万人次/年进行规划控制。

三期扩建工程建设目标年同近期规划目标年(2030 年),机场航站楼、跑滑系统及相关附属设施按照 2030 年规模一次建成。

➤ 预计 2021 年开工,计划 2025 年底完工

根据广东省发改委规划,白云机场三期扩建工程是计划 2020 年动工的重大项目。目前正在进行三期扩建前期研究,花都区已启动征地拆迁工作,计划 2020 年内移交第四跑道与第五跑道全部用地。我们推测将可能于 2021 年开工建设,假设三期扩建 2025 年底全部完工启用。

3.2. 2019 年版总体规划较 2007 年版扩大

白云机场远期吞吐量规划目标由 2007 年版的 9500 万人次,提升至 2019 年版的 1.4 亿人次,全国仅次于北京大兴国际机场。三期扩建以 2030 年为目标,建设规模较大。

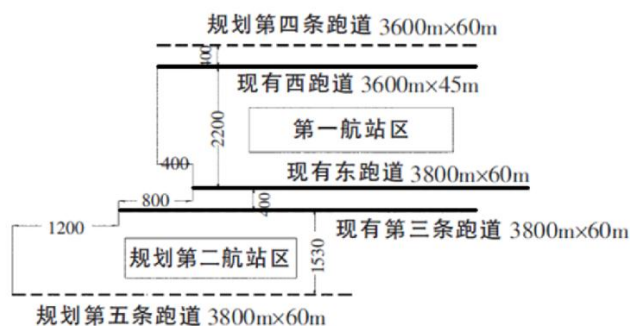
➤ 老版规划(2007 年):第二航站区+窄距四跑道+宽距五跑道

根据中国民航局审批的白云机场 2007 年版总体规划,除了现有的第一航站区(T1、T2)以及三条跑道(西跑道、东跑道、第三跑道),远期规划第二航站区(T3)及第四跑道、第五跑道。其中,规划第四跑道与现有西跑道是一组近距离跑道。

➤ 新版规划(2019 年):新增西区卫星厅,四跑道改为宽距跑道

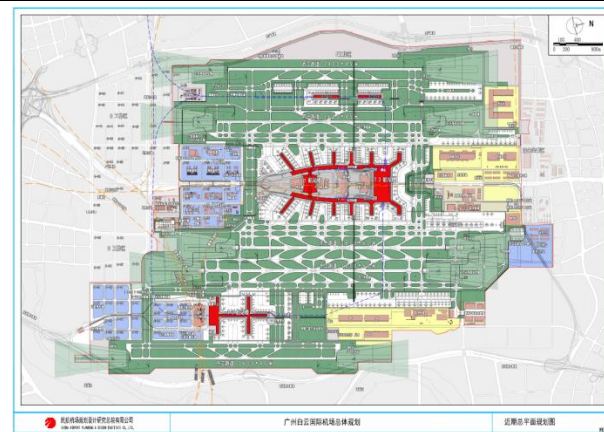
根据广东省机场集团发布的招标资料,广州白云国际机场 2019 年版总体规划(审定稿)较 2007 年版规划有所扩大——主要变化是在现有西跑道与规划第四跑道之间新增加了西区卫星厅。

图 25: 白云机场老版规划(2007 年)——窄距四跑道



数据来源:《广州白云国际机场第三条跑道的规划设计》,广州建筑,国泰君安证券研究

图 26: 白云机场新版规划(2019 年)——新增西区卫星厅



数据来源:广州公共资源交易中心,《广州白云国际机场三期扩建工程航站区设计补充公告》

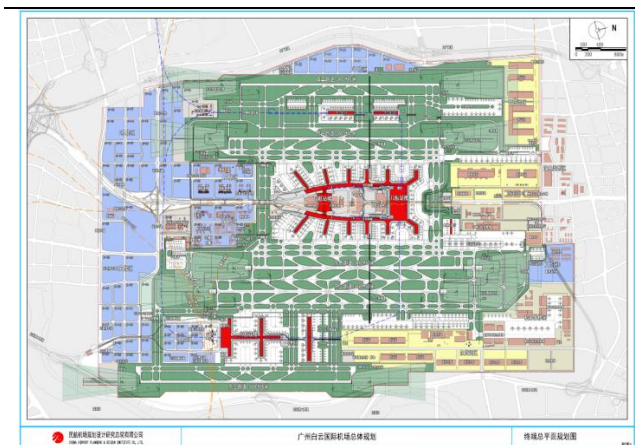
总体规划扩大，我们猜测可能与白云机场远期规划容量大幅提升有关。白云机场远期吞吐量规划目标由 2007 年版的 9500 万人次，提升至 2019 年版的 1.4 亿人次，全国仅次于北京大兴国际机场。

➤ 三期扩建以 2030 年为目标，建设规模较大

三期扩建工程以近期规划为基础，包括 T3 航站楼主楼（不含卫星厅）、T2 的东四及西四指廊（连接 T1 与 T2）、西区卫星厅（主楼功能依托 T2）、第四跑道、第五跑道。目前白云机场三期工程仍在设计阶段，最终扩建方案需待官方公布。

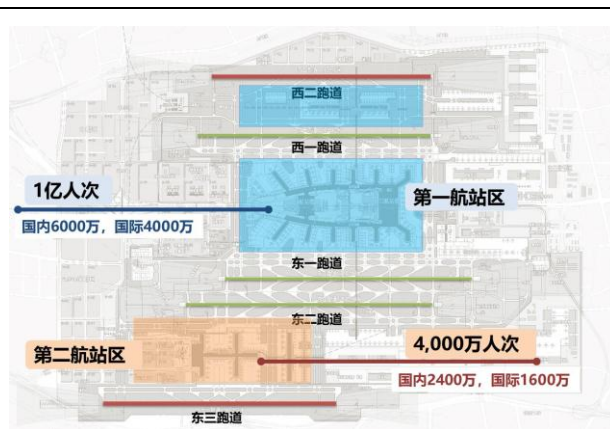
未来远期还将建设 T3 卫星厅，东货运区、机务维修区、工作区等。届时，第一航站区（T1、T2 及西区卫星厅）年客流量将达 1 亿人次，第二航站区（T3 及卫星厅）将达 4000 万人次。

图 27：白云机场 2019 年版终端总平面规划图



数据来源：广州公共资源交易中心，《广州白云国际机场三期扩建工程航站区设计补充公告》

图 28：白云机场 2019 年版终端航站区容量分配示意图



数据来源：广州公共资源交易中心，《广州白云国际机场三期扩建工程航站区设计补充公告》

3.3. 三期扩建主体工程或 220 亿元

根据 2020 年 6 月广州市发改委发布的《广州市 2020 年重点建设项目计划》，规划白云机场三期扩建工程总投资超 488 亿元。根据以往众多大型机场的扩建投资结构，我们猜测 488 亿元可能包含大额征地拆迁费用预算，以及其他主体的配套项目投资预算。

按照行业惯例，征地拆迁费用不由上市公司承担，大多通过向集团支付的土地租金而间接体现。目前项目法人为机场集团，尚未明确未来主体工程由机场集团亦或上市公司投资建设，考虑经租进表要求，只要定价公允，自有或租赁对于白云机场经营影响相似。

参考白云机场以往扩建投资，不考虑征地拆迁费用，我们目前匡算三期主体工程资本开支 220 亿元左右。

（1）估算第四跑道、第五跑道及相应滑行系统等资本开支约 30 亿元左右。（2015 年第三跑道资本开支约 10 亿元）

(2) 估算东四及西四指廊资本开支约 20 亿元左右。(2010 年扩建的东三西三指廊约 15 亿元)

(3) 估算 T3 航站楼主楼 (不含卫星厅) 资本开支将在 105 亿元以上。(按照年客流量 3500 万人次设计, 规划建筑面积约 42 万平方米, 参考 T2 约 2.5 万元/平方米的单位造价估算)

(4) 估算西区卫星厅及配套捷运系统等资本开支将在 45 亿元以上。(按照年客流量约 1500 万人次设计, 规划建筑面积约 15 万平方米, 参考深圳机场在建卫星厅项目约 3 万元/平方米的单位造价估算)

(5) 估算新建配套机位站坪等资本开支将在 20 亿元以上。

目前三期扩建仍在设计阶段, T3 航站楼与卫星厅设计方案尚不确定, 最终三期扩建资本开支计划存在与我们以上的匡算存在较大差异的可能。

表 1: 白云机场现有固定资产、扩建规划与 2019 年产能利用率

		启用时间	建设规模	资本开支	设计产能	2019 年 产能利用 率
飞行区						
一期	西跑道	2004 年	3600*45m (4E)	约 10 亿元	18 万架次/年	91%
	东跑道	2004 年	3800*60m (4F)	约 10 亿元	18 万架次/年	
二期	第三跑道	2015 年	3800*60m (4F)	约 10 亿元	与东跑道为近距离跑道 相当于新增 0.6 条跑道产能 18 万架次/年 * 0.6	
三期	第四跑道	近期规划	3400*45m (4E)	估算 15 亿元	18 万架次/年	—
	第五跑道	近期规划	3600*45m (4E)	估算 15 亿元	18 万架次/年	—
航站区						
第一 航站区	T1 航站楼	2004 年	35 万平方米	约 60 亿元	2500 万人次/年	92%
	东三西三指廊	2010 年	16 万平方米	约 15 亿元	1000 万人次/年	
	T2 航站楼	2018 年 4 月	66 万平方米	约 160 亿元	4500 万人次/年	
	东四西四指廊	近期规划	15 万平方米	估算 20 亿元	东四国际指廊、西四国内指廊 500-1000 万人次/年	—
	西区卫星厅	近期规划	15 万平方米	估算 45 亿元	国内卫星厅 1500 万人次/年	—
第二 航站区	T3 航站楼主楼	近期规划	42 万平方米	估算 105 亿元	3500 万人次/年	—
	T3 卫星厅	终端规划	14 万平方米	—	1000 万人次/年	—

数据来源: 公司公告, 广州公共资源交易中心, 《广州白云国际机场三期扩建工程航站区设计补充公告》, 国泰君安证券研究

备注: 图中淡蓝色“近期规划”为三期扩建项目, 相关建设规模与资本开支为国泰君安估算, 可能与最终投资偏差较大。

3.4. 长期投资回报率承压

➤ 第一轮生命周期: T1 时代 (2004-2017 年)

T1 航站楼造价低廉, 且超负荷运营, 剔除民航建设基金返还收入, 公司 2017 年 ROE 为 6.5%。

➤ 第二轮生命周期: T2 时代 (2018-2023 年)

T2 航站楼造价大幅提升, 但运营成本升幅控制良好, 且免税与广告业务均实现大幅增长, 2019 年公司 ROE 为 6.1%。若旅客吞吐量如期恢复, 预计 2023 年 ROE 将回升至 6% 左右。

➤ 第三轮生命周期: T3 时代 (2024-2035 年)

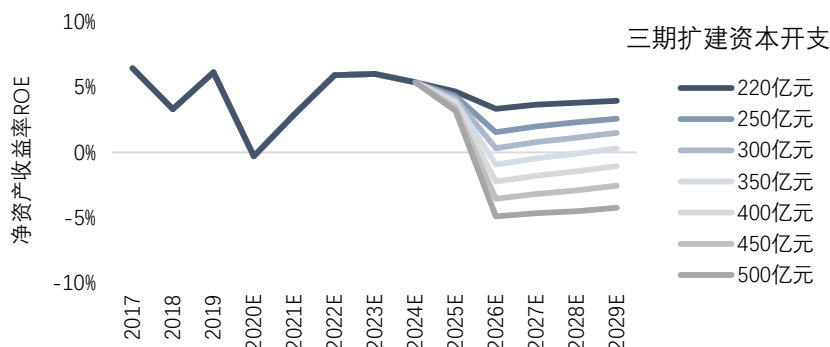
随着三期扩建项目在 2023-2025 年陆续完工启用, 公司将进入新一轮生命周期。假设资本开支符合我们的合理估算规模, 航站区人均造价仍将提升三成, 且人工劳务费用与运营成本将较明显增长, 而航空主业收费不变, 非航业务的反哺能力将是长期投资回报率的关键。

根据我们的测算, 假设 2026 年白云机场人均免税消费接轨亚太机场均值上限, 之后保持平稳增长, 2030 年公司 ROE 将可能低于上两轮生命周期达产状态。若资本开支明显超过我们测算的合理范围, 也将进一步增加长期投资回报率压力。

若期望远期 ROE 回归至 6% 以上, 我们静态测算需要免税人均消费 2030 年增长至 350 元以上, 即 2019-30 年复合增速将达 14%。该水平大幅超过亚太机场 170-255 元/人的均值范围, 并接近上海浦东机场 2019 年水平。

由于目前三期扩建尚在前期研究规划中, 航站楼设计、资本开支规模以及投资运营模式均尚不确定, 以上对远期 ROE 的测算基于众多假设, 实际情况可能存在偏差。我们希望与投资者一同跟踪, 聚焦机场公司长期价值的关键变量——大型扩建资本开支与非航业务长期空间。

图 29: 白云机场 ROE——三期扩建将可能导致长期投资回报率承压



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

备注: 2017-2018 年已剔除民航建设基金返还收入。2020-2029 年为国泰君安证券预测。由于假设众多, 且三期扩建尚未确定具体规划, 仅供逻辑探讨。

4. 盈利预测与估值

预测 2020-2022 年净利润分别为-0.6、5.7、12.2 亿元，EPS 分别为-0.03、0.28、0.59 元。首次覆盖，给予目标价 14.8 元/股，评级“中性”。

4.1. 2020 年资产置换与现金注入

1、2020 年 4 月公司完成与机场集团的资产置换。

根据公司静态测算，将增厚公司利润约 0.53 亿元，测算未考虑新冠疫情的意外影响。

(1) 置入资产：航合公司 100%股权、铂尔曼酒店、澳斯特酒店，15% 旅客服务费，经营权使用费（4%物流公司收入）。

(2) 置出资产：物流公司 51%股权（公司持有剩余 49%股权），现金差额 1.64 亿元。

2、2020 年一季度公司完成所持有的白云物流 29%股权向南方航空的转让，增加一季度投资收益超 1 亿元。

3、2020 年 4 月公司启动向机场集团定增，拟增发 2.9 亿股，募集资金 32 亿元。目前该关联交易还需审议批准，本报告 EPS 预测仍使用原股本测算。定增完成后，总股本将增加 14%，估算 2021-2022 年 EPS 将摊薄约 9%。

4.2. 新冠疫情导致短期业绩承压

航空是可选消费，新冠病毒疫情对航空短期需求冲击明显。中国航空消费仍处低渗透阶段，航空需求长期增长空间仍巨大。预计疫情得到有效控制后，航空需求将逐步复苏。假设国内航线旅客吞吐量 2021 年恢复复合增长，国际地区航线旅客吞吐量 2022 年恢复复合增长。

➤ 核心假设

1、受新冠疫情影响，假设 2020 年起降架次同比下降 25%，旅客吞吐量同比下降 42%。其中，假设国际地区旅客吞吐量同比缩减 79%。

2、假设 2019-2023 年起降架次复合增速近 3%，旅客吞吐量复合增速 4%，其中，假设国际地区航线旅客吞吐量年复合增速 6%。

3、假设 2019-2023 年人均免税消费年复合增速 18%。考虑白云机场免税合同保底销售提成较低，假设免税收入确认遵循合同约定，即保底销售提成与实际销售提成二者取高。

4、假设三期扩建 2021 年开工，2025 年底完工启用，资本开支 220 亿元。

➤ 盈利预测

白云机场 T2 航站楼于 2018 年 4 月启用，2019 年成本全年体现，2020 年疫情显著缩减收入，预计全年将可能录得亏损。

待 2022 年旅客吞吐量恢复复合增长，若运营成本管控保持良好，预计将

进入本轮生命周期利润爬升阶段。

同时,预计三期扩建将于 2021 年全面铺开,计划于 2025 年底完工启用。未来长期投资回报率能否保持平稳,需要扩建资本开支控制在合理范围内,且非航业务进一步提升反哺能力。

预测 2020-2022 年净利润分别为-0.6、5.7、12.2 亿元, EPS 分别为-0.03、0.28、0.59 元。

➤ 敏感性测算

1、2020 年净利润敏感性测算

考虑白云机场免税合同保底销售提成较低,其 2020 年一季度仍正常履约,我们暂假设免税收入确认遵循合同约定,即保底销售提成与实际销售提成二者取高。实际免税收入确认将取决于机场与免税商年底协商。

(1) 基准假设:若 2020 年以免税保底销售提成确认免税收入,2020 年净利润预测为-0.6 亿元。

(2) 若 2020 年以免税实际销售提成与保底销售提成二者均值确认免税收入,即保底与销售差额由机场与免税商二者分担,2020 年净利润预测为-1.9 亿元。

(3) 若 2020 年以免税实际销售提成确认免税收入,2020 年净利润预测为-3.1 亿元。

2、2021 年净利润敏感性测算

目前海外疫情形势仍极为复杂,对国际出行需求跨年度影响已大概率。我们暂假设白云机场国际地区航线旅客吞吐量 2021 年恢复至 2019 年七成,免税人均消费 2021 年较 2019 年增长 35%。

考虑到这两个假设对盈利预测较为重要,且具有较大不确定性,我们针对两个假设的不同情景组合,给予 2021 年公司净利润敏感性测算,供投资者参考。

表 2: 白云机场 2021 年净利润敏感性测算——基于国际地区航线旅客吞吐量与免税人均消费增长多情景假设

2021 年净利润敏感性测算 (百万元)		免税人均消费: 2021 年较 2019 年变化							
		-10%	0%	10%	20%	30%	35%	40%	50%
国际地区航线 旅客吞吐量: 2021 年较 2019 年变化	10%	1,018	1,062	1,106	1,151	1,195	1,217	1,239	1,279
	0%	876	916	956	996	1,036	1,056	1,076	1,116
	-10%	733	769	805	841	877	895	913	949
	-20%	624	624	655	687	719	735	751	783
	-30%	518	518	518	532	560	574	588	616
	-40%	411	411	411	411	411	414	426	450
	-50%	305	305	305	305	305	305	305	305

数据来源: 国泰君安证券研究

备注: 国泰君安证券目前盈利预测基准假设为: 国际地区航线旅客吞吐量 2021 年较 2019 年下降 30%, 免税人均消费 2021 年较 2019 年增长 35%。

4.3. 评级“中性”

根据自由现金流贴现与 PE 两种估值方法,我们认为合理估值为 14.8 元/股。首次覆盖,评级“中性”。

➤ FCFE 估值: 14.5 元/股

考虑白云机场三期扩建, 假设 WACC 8.0%, 永续增长率 1%, 按照 FCFF 估值, 白云机场的合理估值为 14.5 元/股。

➤ PE 估值: 15.1 元/股

白云机场 2022-2025 年将处于本轮生命周期利润爬升阶段。结合生命周期所处阶段, 按照 2022 年 EPS 0.59 元, 给予 30 倍 PE, 以贴现率 8% 贴现至 2020 年, 白云机场的合理估值为 15.1 元/股。

表 3: 中国主要上市机场盈利预测与估值

简称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE			ROE	PB
	2020/7/1	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	
北京首都机场股份	4.43	0.51	-0.24	0.32	9	-18	14	10.0%	0.8
上海机场	72.97	2.61	0.32	1.97	28	228	37	16.7%	4.4
厦门空港	17.98	1.74	1.76	1.82	10	10	10	14.1%	1.4
深圳机场	7.74	0.29	0.40	0.38	27	19	20	5.0%	1.3
估值均值					18	60	20		2.0
白云机场	15.41	0.48	-0.03	0.28	32	-563	56	6.3%	1.9

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 风险提示

➤ 扩建风险

2004 年机场下放地方政府, 实施属地化管理, 地方政府普遍成为机场扩建的决策主体, 影响扩建节奏、规模、方案等决策。建设规模过大, 或建设节奏过快, 将可能降低机场公司长期投资价值。

➤ 时刻受限风险

白云机场所处珠三角, 是全球空域最为复杂的区域之一。人口经济地理决定时刻供给瓶颈长期存在。若时刻释放持续受限, 新建产能项目达产速度, 以及盈利能力爬升速度将可能慢于预期。

➤ 航空性收入的政策风险

中国机场被定位为公益设施, 航空主业收费标准由政府管制。监管方对收费政策的调整, 将影响机场航空主业盈利能力。

➤ 免税业务政策与经营风险

免税业务是白云机场最受投资者关注的盈利增长来源, 未来免税政策、消费税与关税税率与征收范围政策和跨境电商税收政策等都可能影响行业自然增速。此外, 消费升级的长期大趋势与短期波动, 也会带来免税业务的增速波动。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		