

强烈推荐-A (上调)

白云机场 600004.SH

目标估值: 24 元
 当前股价: 17.26 元
 2019 年 11 月 28 日

优质资产注入上市公司, 免税仍旧快速增长

基础数据

上证综指	2890
总股本(万股)	206932
已上市流通股(万股)	206932
总市值(亿元)	357
流通市值(亿元)	357
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

3、《白云机场(600004)——非航业务开始发力, 业绩拾阶而上》
 2019-04-30

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn
 S1090519010004

投资建议: 目前公司治理结构开始改善, 机场集团反哺上市公司, 向市场释放出强烈信号, 上市公司发展活力将显著提升。预计明年国际线放量, 业绩有明显回升。预计 19-21 年利润为 8.2/11.7/15.7 亿元, 结合 DCF 估值, 给予目标价 24 元, 上调至“强烈推荐-A”评级。

- **资产置换与收入重划分将改善公司治理结构, 增强上市公司发展活力。** 1) 11 月 27 日, 白云机场发布资产置换公告, 称将原有物流公司的 51% 股权置换给机场集团, 换入集团原有的航合公司 100% 股权以及铂尔曼和澳斯特酒店的资产与负债。2) 另外, 上市公司与机场集团将重新划分旅客服务费分成比例, 由上市公司占 85%、机场集团占 15%, 变更为上市公司占 100%。上市公司将按物流公司年营业收入的 4% 收取经营权使用费。
- **置入资产将增添上市公司收入多样性, 物流公司被置出有助于其突破发展瓶颈。** 其中航合公司与中航油开展航油业务合作, 增添发展协调性; 酒店资产占据卓越地理位置, 将提升白云机场为旅客休息和过夜提供多层次优质服务的能力, 增厚现金流。物流公司利用机场集团土地及政策资源优势, 可建设更多货运资源, 有助于释放潜力。
- **机场集团不再享有旅客服务费分成, 充分反哺上市公司, 改善治理结构。** 旅客服务费是公司航空收入的重要组成部分, 对业务完整性具有重要意义。18 年 15% 旅客服务费对应金额为 1.19 亿元, 该收入全部由上市公司享有后, 将减少关联交易, 改善治理结构; 同时较大幅度增加上市公司的收入、利润和现金流水平。
- **19 冬春季时刻放量, 未来免税增长可期。** 白云机场 19 年冬春季时刻总体 +6.8%, 其中国际线增长 13.6%, 在一线机场里增速明显; 同时受益于 T2 产能释放, 粤港澳大湾区政策红利, 未来国际旅客占比有望提升至 30% 以上。受海外免税回流以及香化消费升级影响, 目前白云机场上半年免税销售额实现翻倍增长。预计 19 年将达 19 亿元, 20 年 28 亿元 (有 40% 增长空间)。
- **风险提示: 宏观经济下滑、重大安全事故、航合公司业绩下滑**

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	22.4	31.6	43.5	30.4	22.8
PB	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0

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	4
4、风险提示	5

图表目录

图 1：三大机场免税业务测算	4
图 2：白云机场历史 PE Band	5
图 3：白云机场历史 PB Band	5
表 1：广东省机场集团与白云机场上市公司针对旅客服务费的分成比例变化	4
附：财务预测表	6

1、事件

1) 11月27日,白云机场发布资产置换公告,称将原有资产航空物流公司的51%股权置换给机场集团,换入集团原持有的航合公司100%股权以及铂尔曼和澳斯特两家酒店的资产与负债。

2) 另外,上市公司与机场集团将重新划分旅客服务费分成比例,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。上市公司将按物流公司年营业收入的4%收取经营权使用费。模拟计算物流公司营业收入4%对应的经营权使用费为2536.07万元。

2、点评

根据具体方案,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51%的股权进行资产置换,差额部分以现金补足。其中,航合公司100%股权作价7.54亿元,铂尔曼酒店经营性资产及负债作价2.28亿元,澳斯特酒店经营性资产及负债作价3950.01万元,物流公司51%股权作价8.57亿元,上市公司需向机场集团以现金方式支付差额1.64亿元。

置入资产将增添上市公司收入多样性,物流公司被置出有助于其突破发展瓶颈。

航合公司置入上市公司后,白云机场每年将不再支出水电管理费,上市公司可以**加强成本管控**;另外航合公司与中航油开展航油业务合作,将**增添发展协调性**。航合公司2018年经审计的净利润为3338.21万元。

酒店资产占据卓越地理位置,将提升白云机场为旅客休息和过夜提供多层次优质服务的能力,增厚现金流。铂尔曼酒店是一家五星级酒店,每年平均入住率可达到85%,2018年经审计的净利润为2946.5万元。澳斯特酒店常年入住率为90%,2018年经审计的净利润达到622万元。

物流公司利用机场集团土地及政策资源优势,可建设更多货运资源,有助于释放潜力。由机场集团控股后,物流公司可更好整合机场集团下辖各项物流资源,争取更多优惠政策,如海关货物通关政策、财政补贴政策等,建设新的物流货站设施,加快集疏运体系建设,大力提升货运处理效率,实现转型升级,打造粤港澳大湾区一体化航空物流平台。另外,机场集团同意,自本次资产置换交割之日起五年内,上市公司享有一次回购物流公司股权的权利,即上市公司有权要求机场集团将本次交易取得的全部物流公司股权按届时评估值转让给上市公司。因此,上市公司在本次资产置换中拥有充分的主动权,可以选择重新取得物流公司的控制权。

机场集团不再享有旅客服务费分成,充分反哺上市公司,改善治理结构。旅客服务费是公司主营航空性业务收入的重要组成部分,对业务完整性具有重要意义。2018年15%旅客服务费对应金额为1.19亿元,该收入全部由上市公司享有后,将减少关联交易,改善治理结构,同时较大幅度增加上市公司的收入、利润和现金流水平。白云机场上一次调整旅客服务费分成是在2006年,其中白云机场旅客服务费分成从80%提升至85%。从公司与集团近年来的资产置换情况看,越来越多的优质资产被注入到上市公司,上市

公司资产质量和现金流收入持续改善。

表 1: 广东省机场集团与白云机场上市公司针对旅客服务费的分成比例变化

	2006 年以前	2006 年	2019 年
上市公司	80%	85%	100%
机场集团	20%	15%	0%

资料来源: 公司公告、招商证券

白云机场 19 冬春季时刻放量, 未来免税增长可期。

2019 年冬春季时刻放量, 国际线放量显著。据民航局时刻表, 白云机场 19 年冬春季时刻总体周度航班同比+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。同时受益于南航运力投放, 客流增速有望复苏。

粤港澳大湾区机场格局重塑, 竞争优势提升。广州地区近年经济高速增长驱动航空需求, 10 年间白云机场在粤港澳大湾区中的市场份额已由 34% 上升到 36%。10 月经营数据显示, 白云机场客运量为 632 万人次, 同比上涨 3.3%; 前 10 个月白云机场客运量总计为 6085 万人次, 首次超越香港机场同期人次, 成为大湾区内容流量最大的机场。在粤港澳大湾区的政策红利下, 白云机场将加速国际枢纽建设, 预计未来国际旅客占比提升至 30% 以上, 竞争优势提升。

机场免税增长可期, 提升空间较大。受海外免税回流的影响, 白云机场上半年免税销售额达 8.44 亿元, 测算免税收入约为 3.4 亿元, 实现翻倍增长。随着粤港澳大湾区机场格局重塑和 T2 的投产使用, 国际旅客持续放量, 国际游客占比提升, 预计白云机场 19 年免税营业额 19 亿, 20 年 28 亿, 明年免税收入仍有 40% 以上的空间。

图 1: 三大机场免税业务测算

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
上海机场免税收入 (亿元)	46.0	55.2	63.5	69.8	76.8	84.5
yoy	25%	20%	15%	10%	10%	10%
上海机场免税营业额	140.0	157.7	181.4	199.5	219.5	241.4
上海机场面积 (m ²)	7853	16915	16915	16915	16915	16915
上海机场坪效 (万元/m ²)	135	93	107	118	130	143
白云机场免税收入 (亿元)	7.6	11.2	13.8	16.7	19.2	22.0
yoy	117%	47%	23%	21%	15%	15%
白云机场免税营业额	19.0	28.0	34.4	41.7	47.9	55.1
白云机场面积 (m ²)	4644	4644	4644	4644	4644	4644
白云机场坪效 (万元/m ²)	41	60	74	90	103	119
深圳机场免税收入 (亿元)	0.9	1.37	1.67	2.05	2.53	3.15
yoy	52%	22%	88%	23%	24%	24%
深圳机场免税营业额 (百万元)	332.4	391.7	468	574.3	708.9	882
深圳机场面积 (m ²)	2195	2195	2195	2195	2195	2195
深圳机场坪效 (万元/m ²)	15	18	21	26	32	40

资料来源: 公司数据、招商证券

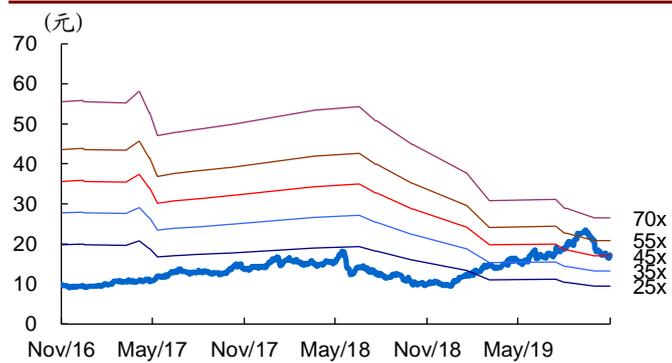
3、投资建议

三季度由于航空需求下行, 有税商业退租, 以及 T2 投产带来的运营成本上升, 公司经营业绩低于预期。但重新招商大致能在 12 月左右完成, 且 T2 成本将逐渐被摊薄, 预计明年国际线放量, 业绩有明显回升。预计 19-21 年利润为 8.2/11.7/15.7 亿元, 结合 DCF 估值, 给予目标价 24 元, 上调至“强烈推荐-A”评级。

4、风险提示

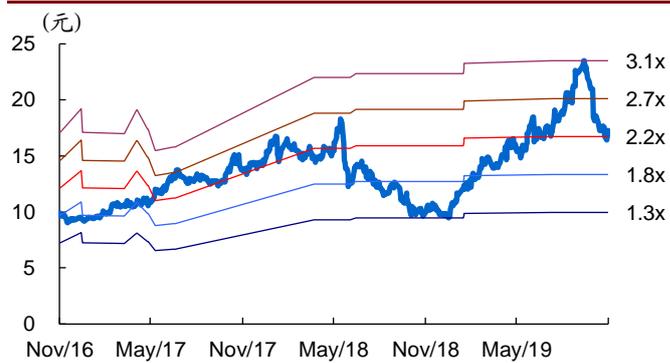
宏观经济下滑、重大安全事故、航合公司业绩下滑

图 2: 白云机场历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 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
公允价值变动收益	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
归属于母公司净利润	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	22.4	31.6	43.5	30.4	22.8
PB	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
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。