



白云机场

业绩增长稳健，产能限制逐步放开

公司动态

公司近况

公司发布业绩预增公告，预计 2015 年度归属于上市公司股东的净利润同比增长 15%~25%。

评论

2015 年业绩稳健增长。1) 生产量增幅平淡，受制于高峰小时起降不变、航站楼产能超负荷和深圳机场分流，公司去年全年起降架次增长同比下降 0.6%，旅客吞吐量同比增长 0.8%；2) 单机收入提升，国内/国际旅客、宽/窄体飞机构成改善，拉高单机收入；3) 成本控制有效，受益于三跑道暂未计提折旧和全面成本控制，运营成本基本持平前年。我们预计 2015 年利润同比增长 17.5%。

今年生产量增幅提速，成本增幅加快。1) 三跑道虽然为近距离跑道，但投产至今并未带来时刻放量。前期的时刻拍卖，已经明确告知市场，2016 年起降架次可以增长，但拍卖所得不归公司所有；2) 考虑三跑道折旧和 35 亿可转债发行，成本增幅加快，我们预计 2016 年利润增幅放缓至个位数。

估值建议

考虑运营成本控制有效，可转债发行降低融资成本，将 2015/16 年归属母公司净利润小幅上调 3.3%和 3.9%至 12.78 亿元和 13.47 亿元，合每股净利润 1.11 元和 1.17 元。首次引入 2017 年归属母公司净利润 12.48 亿元，合每股净利润 1.09 元。

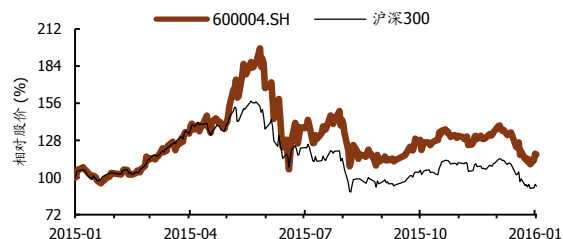
公司 2016 年市盈率为 10.6x，处于板块较低位置，但考虑民航发展基金返还不确定性，深圳机场的分流，二号航站楼投产带来 2017 年盈利下降，估值基本反映基本面，维持“中性”评级不变。由于市场整体估值下移，将目标价从 16.0 元下调 9.4%至 14.5 元人民币，对应 12.4x 2016 P/E。

风险

航空需求不如预期。

维持中性

股票代码	600004.SH
评级	中性
最新收盘价	人民币 12.45
目标价	人民币 14.50
52 周最高价/最低价	人民币 21.67~10.09
总市值(亿)	人民币 143
30 日日均成交额(百万)	人民币 132.44
发行股数(百万)	1,150
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	9.96
主营行业	机场



(人民币 百万)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	5,528	5,733	6,089	6,438
增速	7.5%	3.7%	6.2%	5.7%
归属母公司净利润	1,088	1,278	1,347	1,248
增速	21.5%	17.5%	5.4%	-7.4%
每股净利润	0.95	1.11	1.17	1.09
每股净资产	7.30	8.12	8.96	9.69
每股股利	0.29	0.33	0.35	0.33
每股经营现金流	1.59	1.01	1.91	1.83
市盈率	13.2	11.2	10.6	11.5
市净率	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.8	4.8	5.1	6.5
股息收益率	2.3%	2.7%	2.8%	2.6%
平均总资产收益率	10.3%	11.5%	9.9%	7.6%
平均净资产收益率	13.5%	14.4%	13.7%	11.6%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

沈晓峰

分析师

xiaofeng.shen@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080512050004

SFC CE Ref: BCG366

杨鑫, CFA

分析师

xin.yang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511080003

SFC CE Ref: APY553

陆晓峰

联系人

xiaofeng.lu@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080114100015



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
利润表									
营业收入	5,528	5,733	6,089	6,438	成长能力				
营业成本	3,393	3,392	3,598	4,062	营业收入	7.5%	3.7%	6.2%	5.7%
营业税金及附加	47	48	51	54	营业利润	19.3%	18.4%	5.9%	-7.7%
营业费用	93	75	79	84	EBITDA	4.7%	18.3%	8.5%	-4.9%
管理费用	456	401	426	444	净利润	21.5%	17.5%	5.4%	-7.4%
财务费用	-36	-49	-39	-29	盈利能力				
其他	10	10	10	10	毛利率	38.6%	40.8%	40.9%	36.9%
营业利润	1,566	1,855	1,964	1,814	营业利润率	28.3%	32.4%	32.3%	28.2%
营业外收支	-17	-7	-2	4	EBITDA 利润率	36.2%	41.3%	42.2%	38.0%
利润总额	1,550	1,848	1,962	1,818	净利润率	19.7%	22.3%	22.1%	19.4%
所得税	393	468	497	461	偿债能力				
少数股东损益	69	102	118	109	流动比率	1.99	3.57	4.84	2.65
归属母公司净利润	1,088	1,278	1,347	1,248	速动比率	1.96	3.51	4.78	2.60
EBITDA	2,003	2,370	2,571	2,445	现金比率	1.56	2.82	4.08	1.90
资产负债表					资产负债率	20.0%	12.6%	31.4%	30.0%
货币资金	3,133	3,418	5,233	2,578	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	8.3%
应收账款及票据	683	708	752	795	回报率分析				
预付款项	15	16	17	18	总资产收益率	10.3%	11.5%	9.9%	7.6%
存货	65	66	70	74	净资产收益率	13.5%	14.4%	13.7%	11.6%
其他流动资产	115	119	127	134	每股指标				
流动资产合计	4,011	4,327	6,198	3,599	每股净利润 (元)	0.95	1.11	1.17	1.09
固定资产及在建工程	6,548	6,370	9,141	12,760	每股净资产 (元)	7.30	8.12	8.96	9.69
无形资产及其他长期资产	214	210	206	202	每股股利 (元)	0.29	0.33	0.35	0.33
非流动资产合计	7,063	6,893	9,672	13,300	每股经营现金流 (元)	1.59	1.01	1.91	1.83
资产合计	11,074	11,219	15,870	16,899	估值分析				
短期借款	0	0	0	0	市盈率	13.2	11.2	10.6	11.5
应付账款及票据	213	221	235	249	市净率	1.7	1.5	1.4	1.3
其他流动负债	1,799	991	1,047	1,109	EV/EBITDA	5.8	4.8	5.1	6.5
流动负债合计	2,012	1,212	1,282	1,358	股息收益率	2.3%	2.7%	2.8%	2.6%
应付长期债券	0	0	3,500	3,500					
非流动负债合计	205	205	3,705	3,705					
负债合计	2,217	1,417	4,987	5,062					
股东权益合计	8,390	9,335	10,299	11,142					
少数股东权益	366	467	585	694					
负债及股东权益合计	11,074	11,219	15,870	16,899					
现金流量表									
净利润	1,088	1,278	1,347	1,248					
折旧和摊销	559	673	765	766					
营运资本变动	139	-831	13	20					
其他	15	0	0	0					
经营活动现金流	1,824	1,161	2,192	2,101					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	76	488	3,533	4,380					
投资活动现金流	-76	-488	-3,533	-4,380					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	3,500	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-396	-285	3,156	-375					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	1,352	387	1,815	-2,655					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

白云机场是国家重点支持的三大枢纽机场，地处南中国枢纽城市广州，海陆空运输网络发达。公司为航空公司、旅客、货主提供多元相关服务，主要包括航空地面保障业、航空运输服务业、航空护卫业、候机楼物业、候机楼商业、餐饮业、广告业、设备维护业等。



图表 1: 盈利预测调整

		2015E	2016E
飞机起降架次 (千次)	原预测	412	431
	新预测	410	426
	(+/-%)	-0.6	-1.1
旅客吞吐量 (千人次)	原预测	55,609	58,112
	新预测	55,209	57,969
	(+/-%)	-0.7	-0.2
主营业务收入 (人民币 百万)	原预测	5,695	6,035
	新预测	5,733	6,089
	(+/-%)	0.7	0.9
主营业务成本+经营管理费用 (人民币 百万)	原预测	3,886	4,118
	新预测	3,868	4,103
	(+/-%)	-0.5	-0.3
净利润 (人民币 百万)	原预测	1,237	1,297
	新预测	1,278	1,347
	(+/-%)	3.3	3.9
每股盈利 (人民币)	原预测	1.08	1.13
	新预测	1.11	1.17
	(+/-%)	3.3	3.9
目标价 (人民币)	原预测	16.00	
	新预测	14.50	
	(+/-%)	-9.4	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 可比公司估值表

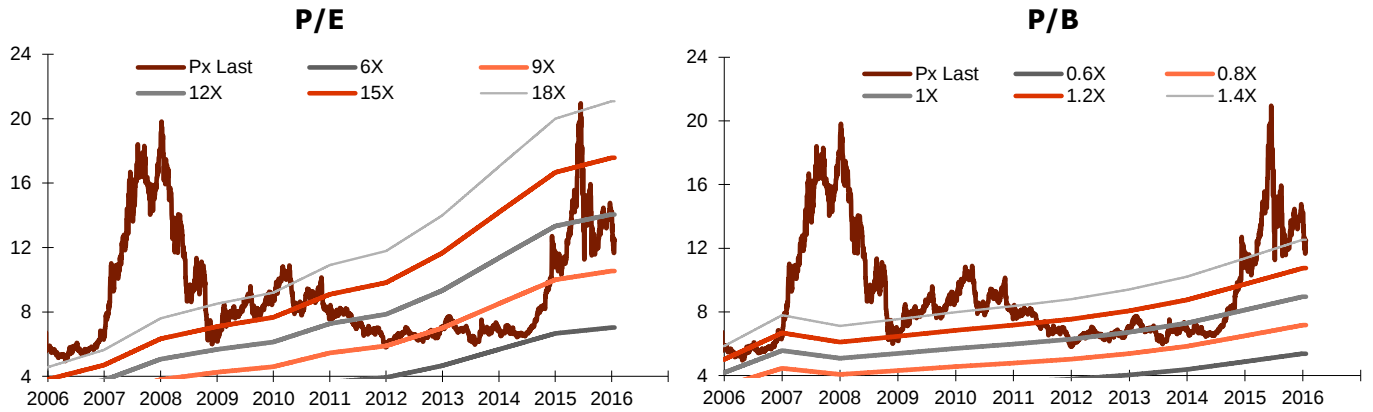
公司	币种	股价	市值 (US\$m)	市盈率 (X)				市净率 (X)				平均净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				CAGR	PEG
				13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E		
2016-01-20				13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	14-16	15E
A股机场上市公司																					
上海机场*	RMB	27.24	7,974	28.0	25.0	20.7	17.3	3.1	2.8	2.6	2.3	11.4	11.8	13.0	14.2	1.1	1.2	1.5	1.8	20%	0.8
白云机场*	RMB	12.45	2,175	16.0	13.2	11.2	10.6	1.9	1.7	1.5	1.4	12.0	13.5	14.4	13.7	3.0	2.3	2.7	2.8	11%	0.9
深圳机场*	RMB	7.37	2,296	24.8	46.5	31.7	24.5	1.6	1.6	1.5	1.4	6.6	3.4	4.8	5.9	0.4	0.3	0.6	1.0	38%	0.7
厦门空港*	RMB	19.88	899	13.5	12.9	15.3	14.1	2.3	2.1	2.0	1.8	18.4	17.2	13.3	13.2	2.3	2.4	2.0	2.2	-4%	n.m.
平均值				20.6	24.4	19.7	16.6	2.2	2.1	1.9	1.7	12.1	11.5	11.4	11.8	1.7	1.6	1.7	1.9	16%	0.8
中值				20.4	19.1	18.0	15.7	2.1	1.9	1.7	1.6	11.7	12.7	13.2	13.5	1.7	1.8	1.7	2.0	16%	0.8
H股机场上市公司																					
北京机场*	HKD	7.39	4,091	18.8	18.4	16.3	14.7	1.5	1.5	1.4	1.4	8.5	8.3	9.1	9.8	2.1	2.2	2.5	2.7	12%	1.2
美兰机场	HKD	8.64	523	9.4	9.7	n.a.	n.a.	1.2	1.1	n.a.	n.a.	13.5	12.1	n.a.	n.a.	1.2	2.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				14.1	14.1	16.3	14.7	1.4	1.3	1.4	1.4	11.0	10.2	9.1	9.8	1.7	2.4	2.5	2.7	12%	1.2
中值				14.1	14.1	16.3	14.7	1.4	1.3	1.4	1.4	11.0	10.2	9.1	9.8	1.7	2.4	2.5	2.7	12%	1.2
国际机场上市公司																					
巴黎机场	EUR	97.09	10,496	31.5	23.9	21.5	19.6	2.5	2.4	2.3	2.2	8.0	10.3	11.0	11.5	1.9	2.5	2.7	3.0	11%	1.8
泰国机场	THB	340.00	13,386	35.1	39.8	30.6	26.2	5.3	5.0	4.5	4.1	19.3	13.0	15.4	16.2	1.4	1.0	1.2	1.5	23%	1.1
悉尼机场	AUD	6.47	9,890	497.7	58.8	59.9	53.9	7.4	9.4	15.3	20.3	1.5	3.4	19.2	96.3	3.5	3.6	4.0	4.4	4%	12.1
法兰克福机场	EUR	53.30	5,379	22.2	19.5	17.9	16.1	1.6	1.5	1.4	1.4	7.4	7.5	8.3	8.9	2.3	2.5	2.6	2.8	10%	1.6
奥克兰机场	NZD	5.52	4,181	47.5	33.0	36.8	34.3	2.9	2.2	2.2	1.7	7.2	8.0	5.9	6.3	2.2	1.3	2.7	2.9	-2%	n.m.
苏黎世机场	CHF	699.00	4,284	24.9	20.8	20.7	19.4	2.1	2.0	1.9	1.8	7.0	9.8	9.1	9.5	1.4	1.9	2.2	2.3	4%	5.4
马来西亚机场	MYR	5.65	2,137	18.8	10.8	269.0	75.3	1.6	1.3	1.2	1.2	8.4	13.4	0.5	1.3	2.0	1.1	1.0	1.2	-62%	n.m.
维也纳机场	EUR	80.52	1,847	23.1	20.5	17.7	15.9	1.9	1.8	1.7	1.6	8.3	8.9	9.8	10.6	1.6	2.0	2.8	3.2	13%	1.2
威尼斯机场	EUR	12.45	753	27.9	25.2	22.1	19.6	3.0	3.0	3.1	3.0	9.3	12.8	13.5	15.6	3.9	4.1	3.8	4.0	13%	1.5
平均值				81.0	28.0	55.1	31.1	3.2	3.2	3.7	4.1	8.5	9.7	10.3	19.6	2.2	2.2	2.6	2.8	2%	3.5
中值				27.9	23.9	22.1	19.6	2.5	2.2	2.2	1.8	8.0	9.8	9.8	10.6	2.0	2.0	2.7	2.9	10%	1.6
*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind																					

*数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯和Wind

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部



图表 3: 历史 P/E、P/B 区间



资料来源: 彭博资讯、公司数据、中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

