

白云机场(600004)

报告日期: 2020年5月27日

拆分品类结构, 再谈白云机场免税空间

——白云机场专题报告

✍️ : 李丹 执业证书编号: S1230520040003
☎️ : 021-80108040
✉️ : lidan02@stocke.com.cn

报告导读

白云机场免税业务是 2019 年最大亮点, 本文主要探讨其免税高增长的原因、与成熟机场存在多大的差距, 以及未来有多大空间。

投资要点

□ 白云机场免税每半年一个跨步, 实现快速攀升

白云机场 2019 年免税销售额 19.2 亿元, 同比增长 117%。从人均免税销售额来看, 2019 年为 103 元, 同比增长 101%。18H1、18H2、19H1、19H2, 白云机场免税销售额分别为 2.9、6.0、8.4、10.8 亿元, 人均免税销售额分别为 34、67、92、114 元。免税销售额每半年一个跨步, 实现快速攀升。

□ 与成熟机场免税间尚有较大差距

2019 年, 上海机场、首都机场免税销售额分别为 138、86 亿元, 人均免税销售额分别为 358、311 元; 2016 年香港机场免税销售额 55 亿元, 大陆居民人均免税销售额 273 元; 韩国仁川机场 2018 年免税销售额 157 亿元, 中国旅客人均免税销售额 622 元。可以看出, 但无论是相比于京沪机场、珠三角的兄弟机场, 还是国际领先机场, 白云机场免税销售总额和人均免税销售额均有较大差距。

□ 白云机场未来免税空间有望成为核心预期差

通过详拆白云机场的免税销售品类结构, 并将其与上海、香港、仁川机场做对比, 我们认为白云机场的品类结构与香港机场类似, 但缺少精品的支撑。我们参考香港机场的香化、烟酒人均免税销售额, 对白云机场的免税空间进行测算, 认为其人均免税销售额有望达到近 300 元, 有望为其贡献利润近 20 亿元。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 -0.24、0.34、0.61 元 (暂未考虑定增摊薄), 考虑到目前海外疫情的形势, 我们估计疫情对机场的影响可能持续 1-2 年。因此, 我们暂将 2022 年作为正常年份, 给予白云机场 2022 年 PE 35.8 倍 (2019 年白云机场平均 PE), 对应股价 21.84 元, 考虑最大程度的摊薄后对应股价 19.13 元, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

免税发展不及预期, 资本开支高于预期等。

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	7870	4946	7211	8482
(+/-)	1.59%	-37.16%	45.81%	17.63%
净利润	1000	-494	695	1259
(+/-)	-11.45%	-	-	81.23%
每股收益 (元)	0.48	-0.24	0.34	0.61
P/E	31.02	-62.73	44.64	24.63

评级

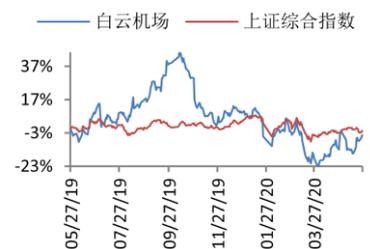
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥15.44

单季度业绩

元/股

1Q/2020	-0.03
4Q/2019	0.21
3Q/2019	0.08
2Q/2019	0.09



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。

相关报告

- 1 《白云机场 19 年报、20Q1 业绩点评: 业绩超预期, 定增终落地, 拐点可期》2020.04.28
- 2 《期待航空业务增长恢复》2020.02.27
- 3 《旅客服务费收入成长性可期》2019.11.29
- 4 《起降架次同比增速提升》2019.10.15
- 5 《旅客吞吐量稳步提升》2019.07.28

报告撰写人: 李丹

数据支持人: 李丹

正文目录

1. 2019 年白云机场免税表现突飞猛进	3
2. 与成熟机场免税间尚有较大差距	6
2.1. 国内三大枢纽中，京沪机场免税蓬勃发展	6
2.2. 珠三角机场中，香港机场遥遥领先	6
2.3. 放眼全球，仁川机场是全球第一	7
3. 白云机场未来免税空间有多大	8
4. 盈利预测与投资建议	10
4.1. 绝对估值	10
4.2. 相对估值	12
5. 风险提示	12

图表目录

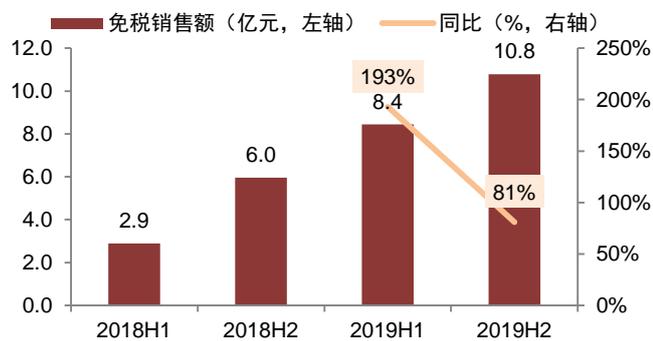
图 1: 白云机场 2018H1-2019H2 免税销售额	3
图 2: 白云机场 2018H1-2019H2 人均免税销售额	3
图 3: 三大枢纽机场 18-19 年旅客量情况	6
图 4: 三大枢纽机场 18-19 年国际及地区旅客量情况	6
图 5: 三大枢纽机场 18-19 年免税销售额情况	6
图 6: 三大枢纽机场 18-19 年人均免税销售额情况	6
图 7: 2016 年香港机场旅客结构按市场区分情况	7
图 8: 珠三角三大机场 2016 年免税消费额情况	7
图 9: 10-18 年仁川、迪拜机场免税销售额 (亿美元)	7
图 10: 2018 年仁川机场分国籍人均免税消费额 (美元)	7
图 11: 2019 年各大机场免税销售额 (亿元)	8
图 12: 2019 年各大机场中国旅客人均免税消费额 (元)	8
表 1: 白云机场免税面积、保底、提成情况	3
表 2: 上海香港广州免税香化品牌对比	4
表 3: 22 款热门香化产品比价情况 (2019.2)	5
表 4: 香港、上海、仁川、白云机场分品类免税销售额情况	8
表 5: 香港、上海、仁川、白云机场分品类人均免税销售额情况	9
表 6: 2025 年白云机场免税销售额、收入、利润敏感性测算	9
表 7: 白云机场 DCF 估值收入成本假设 (百万元)	11
表 8: 白云机场 DCF 估值现金流假设 (百万元)	11
表 9: WACC 重要假设	12
表 10: 白云机场 DCF 估值合理市值敏感性测算 (亿元)	12
表附录: 三大报表预测值	13

1. 2019年白云机场免税表现突飞猛进

白云机场 2019 年免税销售额翻倍，人均免税销售额亦跨越式攀升。根据中国国旅 2019 年报，白云机场 2019 年免税销售额 19.2 亿元，相较于 2018 年的 8.8 亿元，同比增长 117%。从人均免税销售额来看，2019 年白云机场人均免税销售额达到 103 元，较 2018 年的 51 元同比增长 101%。

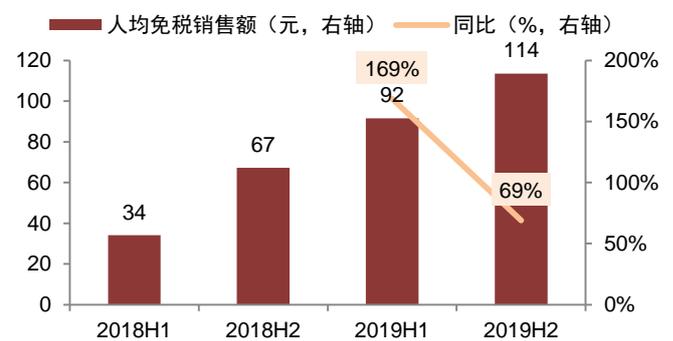
对比 2018-2019 年，白云机场免税销售额每半年一个跨步，实现快速攀升。18H1、18H2、19H1、19H2，白云机场免税销售额分别为 2.9、6.0、8.4、10.8 亿元，人均免税销售额分别为 34、67、92、114 元。

图 1：白云机场 2018H1-2019H2 免税销售额



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：白云机场 2018H1-2019H2 人均免税销售额



资料来源：Wind，浙商证券研究所

高速增长的背后，是免税面积的扩张、品类的丰富、对标优秀机场的价格优惠。

T2 航站楼的投产，使得白云机场的免税面积扩大 2 倍。2018 年 4 月 26 日，白云机场 T2 航站楼正式投产。T2 航站楼建成以前，白云机场免税面积仅为 2123 平米。随着 T2 航站楼的启用，白云机场免税面积进一步增加至 6845 平米（截至 2020.3.31），面积同比增长 222%。其中 T1 航站楼 2177 平米（进境 400 平、出境 1777 平）、T2 航站楼 4668 平米（进境 1124 平、出境 3544 平）。

表 1：白云机场免税面积、保底、提成情况

免税区域	免税面积 (平米)	首年月保底销售额 (万元)	扣点率
T1 出境	1777	--	约 36%
T1 进境	400	2356	42%
T2 出境	3544	3292	35%
T2 进境	1124	3533	42%
合计	6845	9181	--

资料来源：白云机场公告，浙商证券研究所

白云机场免税商品的品类丰富度已不输上海浦东和香港机场。2019 年 2 月，我们实地考查了上海浦东、广州白云和香港机场免税店。我们发现，白云机场 T1 航站楼香化品牌较少、面积较小。据我们现场统计，化妆品牌约有 20 个，香水品牌约有 10 个（二者有小部分重叠）。而白云 T2 香化店面积非常大，品类齐全，约有 57 个品牌，囊括了大部分专柜热门品牌。品牌总数超过香港机场 T1 的 54 个，略低于日上 T2 的 70+ 个。

表 2：上海香港广州免税香化品牌对比

地点	香化免税品牌
上海浦东 T2 出境免税店	贝玲妃、碧欧泉、BOBBI BROWN、香奈儿、娇韵诗、CPB、倩碧、黛珂、Darphin、DIOR、Diptyque、伊丽莎白 雅顿、杰尼亚、雅诗兰黛、Fresh、Giorgio Armani、纪梵希、Glam Glow、娇兰、爱马仕、HR 赫莲娜、悦诗风吟、祖马龙、茉莉蔻、科颜氏、欧舒丹、LA MER、La Prairie、理肤泉、朗仕、兰蔻、欧莱雅、MAC、OPI、悦木之源、自然哲理、馥绿德雅、雪肌精、资生堂、植村秀、希思黎、SK-II、雪花秀、Thann、Tom Ford、薇姿、WHOO、YSL、HUGO BOSS、KENZO、MARC JACOBS、MICHAEL KORS、MIU MIU、PRADA、Tiffany & Co.、Tommy、华伦天奴、范思哲、拉夫劳伦、NINA RICCI、雾仙、万宝龙、LANVIN、朗朗、蔻卡施、KIMMI、KALOO、John Varatos、三宅一生、Hello Kitty
香港 T1 出境免税店	Abercrombie & Fitch、安娜苏、碧欧泉、BOBBI BROWN、宝格丽、CALVIN KLEIN、CAROLINA HERRERA、蔻依、娇韵诗、科莱丽、倩碧、CPB、大卫杜夫、Diptyque、唐可娜儿、伊丽莎白雅顿、雅诗兰黛、Fresh、Glam Glow、GUCCI、娇兰、HR 赫莲娜、HUGOBOSS、HOUSE 99、悦诗风吟、茉莉蔻、欧舒丹、LA MER、朗仕、兰芝、LA PRAIRIE、欧莱雅、MAKE UP FOR EVER、MARC JACOBS、MIU MIU、MOSCHINO、NARCISORODRIGUEZ、OPI、悦木之源、PACO RABANNE、PRADA、拉夫劳伦、资生堂、希思黎、SK-II、SU:M37°、雪花秀、菲拉格慕、WHOO、TIFFANY & CO.、华伦天奴、范思哲、薇姿、维果罗夫
广州白云 T1 出境免税店	娇兰、雪花秀、兰蔻、Dior、Gucci、雅诗兰黛、Shiseido 资生堂、SKII、香奈儿、YSL、Whoo、纪梵希、娇韵诗、悦木之源、LaMer、欧舒丹、兰芝、朗仕、KENZO、黛珂、TIFFANY& CO.、蔻依、CK、碧欧泉、MARC JACOBS、La Prairie、Burberry、菲拉格慕、宝格丽、爱马仕
广州白云 T2 出境免税店	LA MER、HR 赫莲娜、WHOO、希思黎、黛珂、La Prairie、SKII、雪花秀、碧欧泉、倩碧、娇兰、雅诗兰黛、兰蔻、CPB、Shiseido 资生堂、Dior、Giorgio Armani、纪梵希、祖马龙、MAC、BOBBI BROWN、植村秀、YSL、TOM FORD、宝格丽、GUCCI、爱马仕、PRADA、范思哲、悦诗风吟、莫杰、Glam Glow、Fresh、SU:M37°、薇姿、AHC、香奈儿、蒂佳婷、伊丽莎白·雅顿、雅漾、欧舒丹、科颜氏、MARC JACOBS、TIFFANY & CO.、LANVIN、Coach、万宝龙、Re fa、唐可娜儿、茉莉蔻、杰尼亚、Tommy Hilfiger、CAROLINA HERRERA、MIU MIU、薇姿、KENZO、安娜苏

资料来源：2019 年 2 月实地调研，浙商证券研究所

白云机场热门香化品牌价格已经逼近日上上海。在亚洲范围内，日上免税店香化产品价格优势有口皆碑。在我们 2019 年的实地调研中，我们选取了热门香化产品的价格做对比，发现白云机场的免税品价格已经逼近日上上海。

表 3：22 款热门香化产品比价情况（2019.2）

品牌	产品	规格	专柜价	广州白云	日上上海	香港新罗	香港 DFS	三亚
LA MER	精华面霜	30ml	1450	1040	1037	1290		1192
	精华面霜	60ml	2550	1870	1869	2322	2107	2146
	精华面霜	100ml	3900	2830	2826	2924	2821	3257
SK-II	神仙水	330ml	1980	1470	1383	1591	1565	
	前男友面膜	10 片	1060	790	673	757		813
科颜氏	牛油果眼霜	14ml	300	265	203	232	232	
雅诗兰黛	小棕瓶	50ml	850	642	620	714	714	645
	肌透修护眼部精华霜 II	15ml	590	360	377	426		
资生堂	新透白美肌集光祛斑精华液	30ml	880	660	538	654	654	
	红妍肌活精华露	50ml	860	655	599	740	740	
兰蔻	粉水	400ml	420	275	273	344	275	
	小黑瓶肌底精华液	100ml	2160	885	883	834	886	
Sisley	全能乳液	125ml	1720	1200	1188	1359	1359	1242
黛珂	牛油果乳液	300ml	530	450	455			455
	紫苏精华水	150ml	300	275	250			278
Fresh	红茶抗皱紧致修护面膜	100ml	800	620	590	671		
	玫瑰润泽保湿花水	250ml	350	275	260	292		
	玫瑰润泽保湿面膜	100ml	520	410	384	439	439	409
Chanel	五号香水（经典）EDP	100ml	1520	1070	1071			1070
祖马龙	蓝风铃香水	30ml	600	450	447	516	516	475
	英国梨小苍兰女士香水	100ml	1200	895	894	894	894	955
兰蔻	奇迹绽放香水	100ml	980	680	559	731		702

资料来源：实地调研、淘宝网、杰西卡的秘密、免税易购 APP、香港 DFS 官网、香港机场官网，浙商证券研究所；注：按照 1 港币=0.86 人民币

免税业务对白云机场业绩贡献占比从 20%增加到近 50%。2018 年，白云机场免税收入约 3 亿元，2019 年提升至 6.5 亿元左右。由于这部分收入是特许经营收入，几乎无需成本，因此，我们测算 2018、2019 年占归母净利润的比例分别达到 20%、49%。这一变化，使其快速脱离基础设施类股票，向消费股靠近。

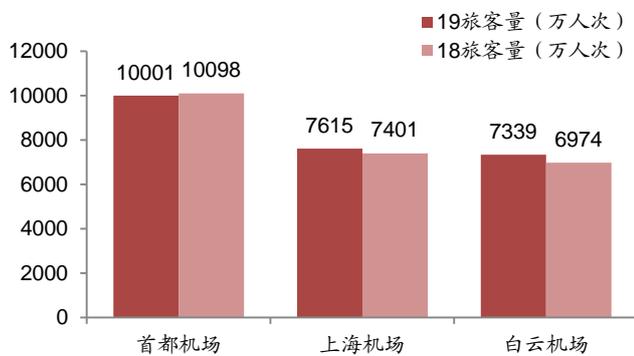
2. 与成熟机场免税间尚有较大差距

2019年，我们见证了白云机场免税质的突破，但横向对比，白云机场无论是免税销售总体量19.2亿元、还是人均免税销售额103元，均远低于国内外先进机场。

2.1. 国内三大枢纽中，京沪机场免税蓬勃发展

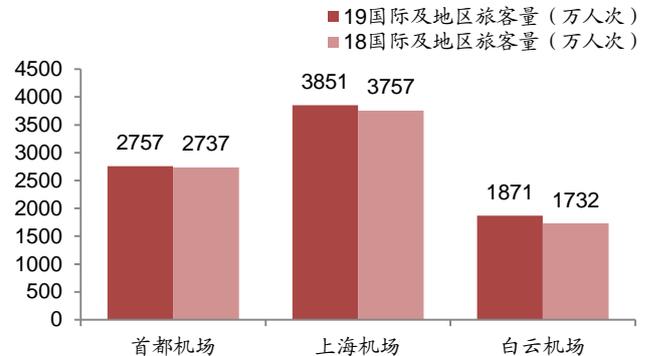
白云机场免税销售总额仅为首都、浦东的1/4.5、1/7。北京首都机场、上海浦东机场、广州白云机场并列我国三大国际枢纽机场。2019年，其总旅客量均超7300万人次，其中国际及地区旅客吞吐量分别为2757、3851、1871万人次，免税消费额分别为86、138、19亿元，人均免税消费额分别为311、358、103元。可以发现，白云机场的国际及地区旅客量是首都机场、上海机场的2/3、1/2左右，但其免税销售总额仅为首都机场、上海机场的1/4.5、1/7；人均免税消费额仅约为首都、浦东的1/3、1/3.5，差距明显。

图 3：三大枢纽机场 18-19 年旅客量情况



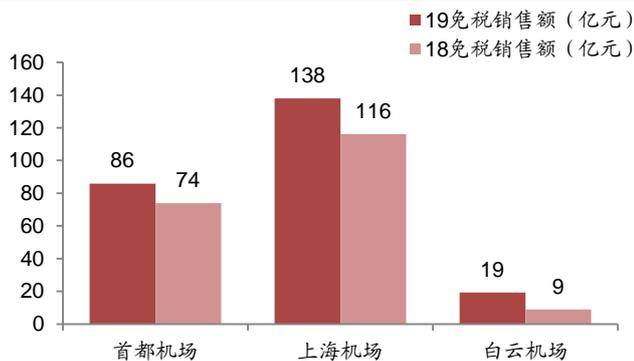
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：三大枢纽机场 18-19 年国际及地区旅客量情况



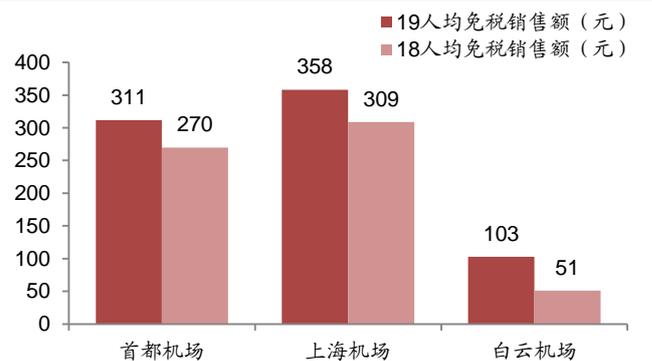
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：三大枢纽机场 18-19 年免税销售额情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：三大枢纽机场 18-19 年人均免税销售额情况



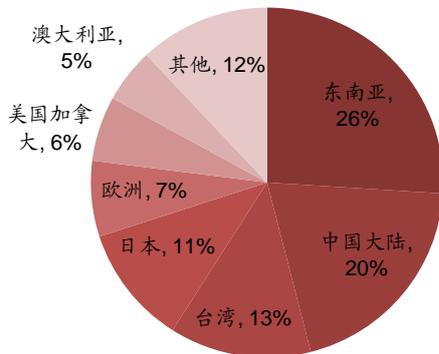
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 珠三角机场中，香港机场遥遥领先

2016年，白云机场免税销售额不足香港机场的1/10。珠三角机场群以白云机场、深圳机场、香港机场为主。由于历史以来香港便是自由贸易港，且白云、深圳机场的免税发展较晚，其整体免税规模均远远不及香港机场。根据DFE，香港机场2016年旅客量7050.2万人次，免税（由DFS运营）销售额约55亿元。另据DFS，其70%业绩由中国

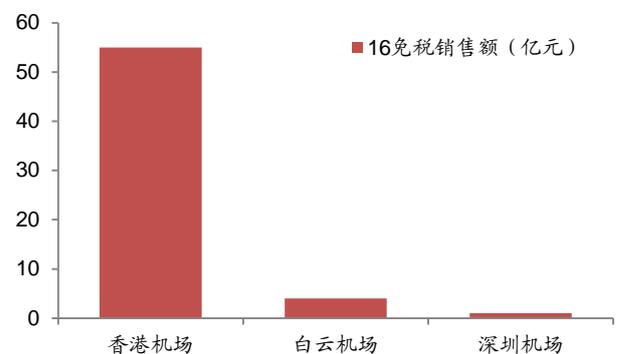
大陆消费者贡献，而香港机场年报显示大陆旅客占比 20%。据此，我们推测香港机场 2016 年大陆旅客人均免税消费额约 273 元。

图 7：2016 年香港机场旅客结构按市场区分情况



资料来源：香港机场 16-17 年报，浙商证券研究所

图 8：珠三角三大机场 2016 年免税消费额情况



资料来源：DFE，浙商证券研究所；注：白云、深圳机场数据为浙商交运估计。

2.3. 放眼全球，仁川机场是全球第一

中国本土的免税市场还有长足的进步空间。2018 年，中国居民境外购买免税品总体规模达到 1800 亿元，占全球免税市场份额的 35%，但中国本土免税销售额仅 395 亿元，仅占全球的 7.6%，消费外流情况十分严重。

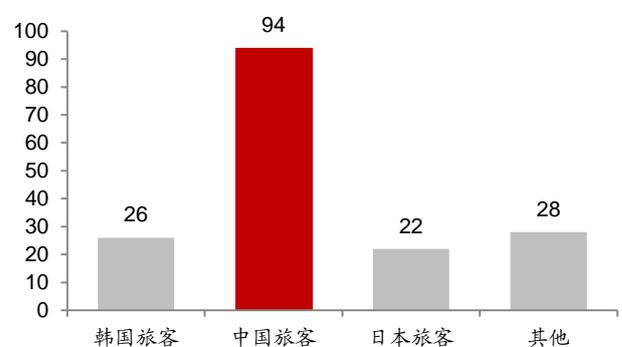
韩国仁川机场中国旅客人均免税消费额 622 元。当前，全球最大的免税市场是韩国，2018 年，其免税销售额达到 172.4 亿美元（约 1141 亿元人民币），占全球的 22.8%。仁川机场是韩国最大的国际机场，2018 年国际旅客吞吐量达到 6800 万人次，排名全球第五。2018 年，仁川机场免税销售额 23.7 亿美元，排名全球第一。根据仁川机场披露，2018 年，中国旅客人均免税消费额 94 美元（约 622 元人民币），远高于韩国本土 26 美元、日本 22 美元。一方面，我们可以看出中国旅客的消费能力强大；另一方面也证明了国内免税市场没有充分开发利用。

图 9：10-18 年仁川、迪拜机场免税销售额（亿美元）



资料来源：TFWA，浙商证券研究所

图 10：2018 年仁川机场分国籍人均免税消费额（美元）

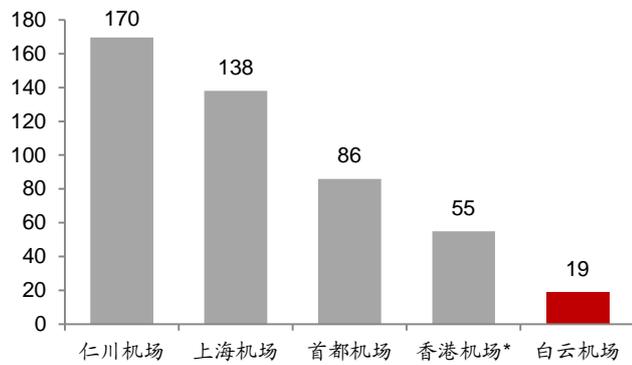


资料来源：TFWA，浙商证券研究所

3. 白云机场未来免税空间有多大

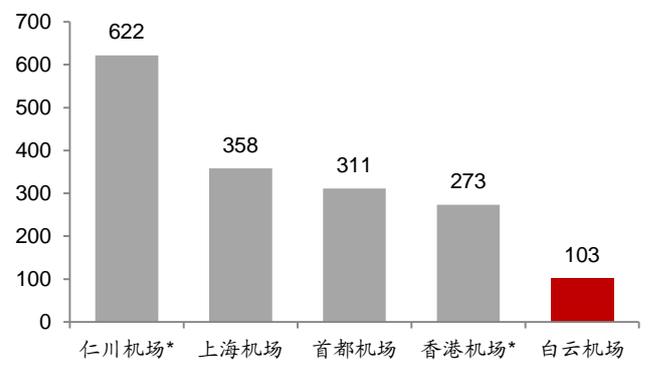
通过本文第二部分的数据，我们可以看出，尽管白云机场免税已经取得进步，但无论是相比于京沪机场、珠三角的兄弟机场，还是国际领先机场，其免税销售总额和人均免税销售额均有较大差距。

图 11：2019 年各大机场免税销售额（亿元）



资料来源：TFWA、Wind，浙商证券研究所；注：香港机场为 2016 年数据。

图 12：2019 年各大机场中国旅客人均免税消费额（元）



资料来源：TFWA，Wind，浙商证券研究所；注：仁川机场为 2018 年数据，香港机场为 2016 年数据，由于大陆机场免税基本为国内旅客消费，因此我们均用中国旅客的人均消费额比较。

那么，有很大差距是否就意味着有很大空间呢？我们判断，这是市场对于白云机场投资价值的核心分歧点。为更详细拆解各大机场的人均免税消费额的品类占比，以确定白云机场的免税增长空间，我们翻阅了很多资料，并根据我们草根调研的结果做了如下计算和预测。

表 4：香港、上海、仁川、白云机场分品类免税销售额情况

机场	香港机场	上海机场	仁川机场	白云机场
2019 年总销售额 (亿元)	约 70	138	170	19
2019 年国际及地区旅客量 (万人次，境外机场只包含大陆旅客量)	1431	3851	785 (2018)	1871
人均免税消费额 (元)	343	358	622 (2018)	103
香水化妆品占比	50%	84%	39%	45%
烟酒占比	34%	13%	22%	48%
其他 (包含精品、食品等) 占比	16%	3%	39%	7%

资料来源：TFWA，浙商证券研究所预测；注：香港机场大陆旅客消费占比约 70%。香化占比按照国际平均、烟酒为国旅披露；上海机场根据草根调研结果；仁川机场占比采用 2016 年公司披露数；白云机场根据草根调研结果。

根据上表，我们可以大致计算出香港、上海、仁川、白云机场各个品类的人均消费额，具体见下表。

表 5：香港、上海、仁川、白云机场分品类人均免税销售额情况

机场	香港机场	上海机场	仁川机场	白云机场
2019 年人均免税消费额 (元)	343	358	622 (2018)	103
香水化妆品占比	172	301	243	46
烟酒占比	117	47	137	49
其他 (包含精品、食品等) 占比	55	11	243	7

资料来源：TFWA，浙商证券研究所预测

我们可以看出，(1) 白云机场免税较为依赖香化、烟酒，精品等其他品类和上海机场类似，由于场地、品牌等限制，人均消费较低，我们判断，在白云机场免税面积扩张之前，其他品类的免税销售总额不会有明显增长。(2) 白云机场的香化、烟酒品类的占比更加接近香港机场，较上海机场而言，占比更为均衡，我们判断主要是国旅擅长烟酒 (品类全、价格低)、且珠三角旅客偏爱洋酒的原因。(3) 上海机场的香化人均销售额超过仁川机场，我们认为主要是日上上海香化产品价格“全亚洲最低”口碑在外。

细拆品类后，我们认为白云机场人均免税消费额更适合对标香港机场，2025 年预计可达 296 元。我们在前文对上海、广州、香港机场的草根调研已经发现，广州香化产品的价格是明显低于香港的，但由于广州机场免税的变革仅 1 年，香化产品价格低的口碑需要时间积累 (直接影响进店率)，我们认为，未来广州机场的香化人均可对标香港机场；烟酒方面，由于珠三角旅客的消费习惯问题，我们仍然认为，香港机场是更好的对标机场。细拆白云机场的免税品类后，我们假设 2025 年，白云机场的香化、烟酒人均达到香港机场 2019 年的水平，其他品类人均保持不变，则，白云机场 2025 年人均免税消费额可至 296 元。

下表是我们对于白云机场免税不同客单价对 2025 年收入和利润的敏感性测算，其中，2025 年国际及地区旅客量我们保守假设 2500 万人次 (年化复合增速 4.9% vs 2019 年 8.0%)，提成比率假设 35%，敏感性测算结果如下：

表 6：2025 年白云机场免税销售额、收入、利润敏感性测算

人均免税销售额 (元)	销售额 (亿元)	收入 (亿元)	利润 (亿元)
150	37.5	13.1	9.8
200	50.0	17.5	13.1
250	62.5	21.9	16.4
300	75.0	26.3	19.7
350	87.5	30.6	23.0

资料来源：浙商证券研究所

按照 2025 年人均 300 元免税销售额来看，白云机场 2025 年免税销售额较 2019 年还有近 4 倍空间。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 绝对估值

由于当前处于疫情期间，利润较正常年份有较大的偏差，因此，我们将根据其未来10年现金流情况对其价值做绝对估值。

关键假设：

(1) 业务量：根据当前海外疫情的发展趋势，我们假设白云机场的业务量2022-2023年能够恢复正常水平。

(2) 免税：根据我们前文的分析，我们假设2025年白云机场的免税销售额达到70亿元左右（人均283元）。

(3) 资本开支：白云机场三期扩建工程立项已于5月7日获得国家发改委批复。根据中国民航局，三期扩建工程以T3航站楼和第四、五跑道为主体工程，预测2030年潜在机场旅客吞吐量达1.2亿人次，货邮吞吐量达380万吨。白云机场三期工程预计花费500亿元左右，由于上市公司刚完成二期工程的建设，资金不足以支撑三期工程的建设，我们预计，三期工程的项目法人不是上市公司，上市公司无需承担建设成本，但需在项目建成后以某种方式交给上市公司经营（本文假设2027年建成后租赁给上市公司）。

表 7：白云机场 DCF 估值收入成本假设（百万元）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
核心假设											
旅客吞吐量(万人次)	2852	5885	7265	8413	9354	10126	10631	11377	11891	12311	12747
YOY	-61.2%	106.3%	23.4%	15.8%	11.2%	8.2%	5.0%	7.0%	4.5%	3.5%	3.5%
其中：国际占比	13%	15%	21%	24%	25%	25%	25%	26%	26%	27%	27%
收入成本指标											
收入合计	4946	7211	8482	9693	10812	11935	12909	14818	15968	16993	18040
YOY	-37.2%	45.8%	17.6%	14.3%	11.6%	10.4%	8.2%	14.8%	7.8%	6.4%	6.2%
航空服务收入	1941.0	2980.8	3580.6	4067.5	4420.7	4722.6	4980.1	5343.9	5606.9	5846.7	6078.3
YOY	-43.0%	53.6%	20.1%	13.6%	8.7%	6.8%	5.5%	7.3%	4.9%	4.3%	4.0%
航空延伸服务收入	2929.9	4085.7	4735.1	5430.6	6166.0	6952.2	7635.2	9145.1	9992.4	10742.5	11520.5
YOY	-28.2%	39.4%	15.9%	14.7%	13.5%	12.8%	9.8%	19.8%	9.3%	7.5%	7.2%
其中：免税	530.4	652.4	882.1	1216.1	1625.9	2114.6	2554.3	3260.3	3820.0	4304.9	4804.5
YOY		23.0%	35.2%	37.9%	33.7%	30.1%	20.8%	27.6%	17.2%	12.7%	11.6%
其他收入	74.8	144.6	166.7	194.4	225.5	260.6	293.2	329.2	369.0	403.9	441.6
		93.3%	15.3%	16.6%	16.0%	15.5%	12.5%	12.3%	12.1%	9.5%	9.4%
营业成本合计	5060	5502	5938	6368	6718	7138	7530	10399	10949	11416	11879
YOY	-15.3%	8.7%	7.9%	7.2%	5.5%	6.3%	5.5%	38.1%	5.3%	4.3%	4.1%
人工成本	1778.6	2063.2	2372.6	2609.9	2818.7	3044.2	3287.7	3780.9	4007.7	4208.1	4418.5
YOY	-15.0%	16.0%	15.0%	10.0%	8.0%	8.0%	8.0%	15.0%	6.0%	5.0%	5.0%
折旧	1440.0	1396.8	1368.9	1368.9	1368.9	1396.2	1368.3	1409.4	1451.6	1437.1	1394.0
YOY	-5.3%	-3.0%	-2.0%	0.0%	0.0%	2.0%	-2.0%	3.0%	3.0%	-1.0%	-3.0%
其他成本	1841.0	2041.7	2196.7	2388.7	2530.5	2697.5	2873.9	5209.1	5489.7	5770.8	6066.3
YOY	-22.0%	10.9%	7.6%	8.7%	5.9%	6.6%	6.5%	81.3%	5.4%	5.1%	5.1%
净利润	-522.6	734.3	1330.9	1825.9	2372.1	2902.0	3425.9	2746.6	3201.7	3624.6	4067.2
YOY	-149.5%	-240.5%	81.2%	37.2%	29.9%	22.3%	18.1%	-19.8%	16.6%	13.2%	12.2%

资料来源：白云机场公告，浙商证券研究所

表 8：白云机场 DCF 估值现金流假设（百万元）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
净利润	-522.6	734.3	1330.9	1825.9	2372.1	2902.0	3425.9	2746.6	3201.7	3624.6	4067.2
折旧	1440.0	1396.8	1368.9	1368.9	1368.9	1396.2	1368.3	1409.4	1451.6	1437.1	1394.0
资本开支	-823	343	1233	2000	1000	1000	500	500	500	500	500
营运资本增加	1538	-1784	-284	500	600	300	300	300	300	300	300
净现金流	203	3572	1750	695	2141	2998	3994	3356	3853	4262	4661

资料来源：白云机场公告，浙商证券研究所

如下表，在不同 WACC 和 2030 年永续现金流假设下，我们对白云机场 DCF 估值做敏感性测算，在中性假设 WACC 7.7%，永续增长 2% 下，得出白云机场合理价值 515 亿元，考虑公司拟以 10.9 元发不超过 32 亿元定增，按照 32 亿元来计算对股本的摊薄，我们计算公司合理股价 21.80 元。

表 9: WACC 重要假设

假设	数据	依据
D/A	34.14%	2019 年报资产负债表
E/A	65.86%	2019 年报资产负债表
市场收益率	9.2%	10 年沪深 300 平均收益率
无风险利率	2.55%	参考十年期国债收益率
Beta	1.20	参考 Wind 数据
权益资本成本	10.53%	
权益负债成本	3.05%	参考白云机场最新一期超短期融资券利率
税率	25%	
WACC	7.7%	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 10: 白云机场 DCF 估值合理市值敏感性测算 (亿元)

合理市值 WACC 假设	2030 年后永续增长假设		
	1%	2%	3%
6%	659	782	986
7%	528	602	712
7.7%	461	515	591
8%	436	484	550
9%	369	401	444
10%	318	340	369

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2. 相对估值

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为-0.24、0.34、0.61 元(暂未考虑定增摊薄), 考虑到目前海外疫情的形势, 我们估计疫情对机场的影响可能持续 1-2 年。因此, 我们暂将 2022 年作为正常年份, 考虑到公司 2019 年平均估值为 35.8 倍(免税高增长首年), 高于上海机场的 29 倍, 我们认为主要原因是白云机场的免税成长性高于上海机场。因此, 我们给予白云机场 2022 年 PE 35.8 倍, 对应股价 21.84 元, 考虑最大程度的摊薄后对应股价 19.13 元, 维持“买入”评级。

5. 风险提示

免税发展不及预期, 资本开支高于预期等。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2531	3101	3945	4006	营业收入	7870	4946	7211	8482
现金	1231	2117	2659	2594	营业成本	5972	5227	5674	6116
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	163	83	130	157
应收账款	953	653	948	1049	营业费用	12	39	44	44
其它应收款	41	55	59	70	管理费用	461	295	423	500
预付账款	10	13	13	13	研发费用	28	17	25	30
存货	66	73	69	76	财务费用	55	67	61	20
其他	229	189	197	205	资产减值损失	19	15	23	24
非流动资产	22476	21540	21875	23150	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	111	90	67	投资净收益	49	49	49	49
长期投资	263	228	237	243	其他经营收益	69	52	59	60
固定资产	20705	19259	17821	16326	营业利润	1316	(696)	940	1701
无形资产	499	622	785	844	营业外收支	12	12	12	12
在建工程	339	910	2492	5175	利润总额	1327	(684)	952	1713
其他	671	410	449	494	所得税	271	(162)	217	382
资产总计	25007	24641	25820	27156	净利润	1057	(523)	734	1331
流动负债	7037	6983	7678	8054	少数股东损益	57	(28)	39	71
短期借款	0	1668	156	207	归属母公司净利润	1000	(494)	695	1259
应付款项	727	464	544	624	EBITDA	2943	707	2347	3069
预收账款	86	51	87	94	EPS (最新摊薄)	0.48	-0.24	0.34	0.61
其他	6224	4800	6891	7128	主要财务比率				
非流动负债	1501	1563	1522	1529		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	600	600	600	600	成长能力				
其他	901	963	922	929	营业收入	1.59%	-37.16%	45.81%	17.63%
负债合计	8539	8547	9199	9583	营业利润	-13.90%	-152.90%	235.05%	80.96%
少数股东权益	180	152	191	263	归属母公司净利润	-11.45%	-	-	81.23%
归属母公司股东权益	16289	15943	16429	17311	获利能力				
负债和股东权益	25007	24641	25820	27156	毛利率	24.11%	-5.68%	21.32%	27.90%
					净利率	13.43%	-10.57%	10.18%	15.69%
					ROE	6.21%	-3.04%	4.25%	7.37%
					ROIC	6.09%	-2.52%	4.24%	7.03%
					偿债能力				
					资产负债率	34.14%	34.68%	35.63%	35.29%
					净负债比率	7.03%	28.64%	10.75%	9.86%
					流动比率	0.36	0.44	0.51	0.50
					速动比率	0.35	0.43	0.50	0.49
					营运能力				
					总资产周转率	0.30	0.20	0.29	0.32
					应收帐款周转率	7.49	6.26	8.98	8.31
					应付帐款周转率	10.47	8.82	11.37	10.54
					每股指标(元)				
					每股收益	0.48	-0.24	0.34	0.61
					每股经营现金	1.46	-0.21	1.87	1.41
					每股净资产	7.87	7.70	7.94	8.37
					估值比率				
					P/E	31.02	-62.73	44.64	24.63
					P/B	1.90	1.95	1.89	1.79
					EV/EBITDA	12.35	45.67	12.89	9.89

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>