

**公司深度**
**白云机场 (600004)**
**交通运输 | 机场**
**暂时处于盈利低点，但长期投资价值彰显**
**2020年06月02日**
**评级 谨慎推荐**

评级变动 维持

**合理区间 17.53-18.33 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	16.91
52 周价格区间 (元)	12.27-23.69
总市值 (百万)	34992.21
流通市值 (百万)	34992.21
总股本 (万股)	206932.05
流通股 (万股)	206932.05

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
白云机场	7.03	6.89	8.97
机场	5.13	6.98	6.09

**黄红卫**
**分析师**

 执业证书编号: S0530519010001  
huanghw@cfzq.com

0731-89955704

**相关报告**

1 《白云机场：白云机场 (600004) 公司点评：短期业绩承压，长期发展前景较好》 2020-04-29

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	7746.82	7869.94	6248.95	8615.25	9145.99
净利润 (百万元)	1129.17	999.86	235.62	1458.42	1734.45
每股收益 (元)	0.55	0.48	0.11	0.70	0.84
每股净资产 (元)	7.55	7.87	7.97	8.44	9.02
P/E	30.99	35.00	148.51	23.99	20.17
P/B	2.24	2.15	2.12	2.00	1.88

资料来源：贝格数据，财信证券

**投资要点：**

- **长期业绩较快增长，目前暂时处于盈利低点：**白云机场作为国内三大门户复合型枢纽机场之一，机场定位级别高，为国家确立的中南机场群中唯一核心门户枢纽机场，政策、区位优势明显。2000-2019 年，白云机场的营业收入 CAGR、归母净利润 CAGR 分别为 12.94%、8.93%，公司长期业绩较快增长。由于民航发展基金返还取消叠加 2018 年 4 月起 T2 航站楼投产转固，2018-2019 年加权 ROE 分别下降至 7.36%、6.24%，2020 年迄今受到新冠疫情冲击，公司暂时处于盈利能力低点。
- **广告及免税业务成为公司业绩重要贡献点：**1) 广告业务：T2 航站楼及 GTC (地面交通中心) 广告媒体建设经营合同在 2018 年 4 月起的 5 年内将带来 20.3 亿营业收入；T1 航站楼广告媒体经营项目合同自 2018 年 7 月 1 日至 2023 年 4 月 30 日将带来 16.77 亿元营业收入；据此预计 2020-2022 年白云机场的广告分部净利润 CAGR 为 9.94%。2) 免税业务：T1、T2 航站楼进境免税在 2018 年 4 月 26 日起六年内预计将带来 21 亿营业收入；T2 航站楼出境免税从 2018 年 2 月 1 日起至 2026 年 1 月 31 日 (8 年) 将带来 12.65 亿营业收入。
- **国内消费升级及海外消费回流，白云机场的免税业务或将持续高景气：**2018 年中国免税品销售总额 395 亿元，预计 2018-2021 年中国免税销售 CAGR 将达 17.27%，主要驱动力有：1) 2018 年中国人均化妆品消费金额仅美日韩的 1/7 至 1/6，随着中国人均可支配收入增加及国内消费升级，化妆品 (尤其是高端化妆品) 将成为国内免税市场增长的重要推动力；2) 随着国内免税政策利好释放及中免公司实力增强，海外消费将持续回流国内，预计中国公民海外免税消费回流还有 2.19-3.11 倍增长空间。2019 年白云机场免税店实现营收 19.22 亿元 (同比 +117.46%)，较大超过免税合同预计值，预计免税业务或将持续发力。
- **投资建议：**预计 2020-2022 年净利润分别为 2.36/14.58/17.34 亿元，EPS 分别为 0.11/0.70/0.84 元，BVPS 分别为 7.97/8.44/9.02 元。公司短期虽受新冠疫情影响，但长期盈利前景较好，给予 2020 年底 2.2-2.3X 市净率估值，对应合理估值区间在 17.53-18.33 元，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**国内外新冠疫情持续失控风险；航空性收费持续降低风险。

## 内容目录

<b>1 公司概况：政策、区位优势明显，长期业绩较快增长</b>	<b>4</b>
1.1 公司简介：国内三大门户复合型枢纽机场之一，长期投资价值凸显	4
1.2 业务综述：航空服务实现政府指导价，航空性延伸服务采用市场化收费	5
1.3 竞争优势：政策、区位优势明显，基地航司保驾护航	8
1.4 业绩概况：长期业绩较快增长，2018-2019 年暂处于盈利低点	9
<b>2 航空性业务：2019 年公司免税销售额实际增速达 117.46%，免税业务或持续发力</b>	<b>10</b>
2.1 航空业务：预计白云机场跑道的产能利用率还有 9.5% 的提升空间：	10
2.2 广告业务：预计 2020-2022 年广告分部净利润 CAGR 为 9.94%	14
2.3 免税业务：2019 年白云机场的免税销售额实际增速达 117.46%	17
2.4 免税市场空间：2018 年中国免税市场销售总额达 395 亿元。	20
2.5 免税驱动力 1：国内消费升级，高端化妆品需求蓬勃发展	21
2.6 免税驱动力 2：海外消费回流，免税购物需求持续向国内转移	24
<b>3 核心假设</b>	<b>25</b>
<b>4 投资建议</b>	<b>26</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1：2019 年，白云机场年旅客吞吐量 7337.85 万人次，排名国内第三	5
图 2：2019 年，白云机场飞机起降架次 49.12 万架次，排名国内第三	5
图 3：白云机场的控股结构图（截止 2020 年 Q1 底）	5
图 4：国内机场的主要收入构成	6
图 5：2015-2018 年 H1，白云机场的航空服务业务、航空性延伸服务业务营收及增速	6
图 6：2015-2018 年 H1，白云机场的航空服务业务、航空性延伸服务业务毛利润及增速	6
图 7：2018 年 H1，白云机场的航空性业务的营收及各自占比	7
图 8：2018 年 H1，白云机场航空性延伸服务业务的营收及占比	7
图 9：2018 年第一季度，广州白云机场的直航航线情况	8
图 10：2000-2019 年，白云机场的营收及归母净利润	9
图 11：2000-2019 年，白云机场的盈利能力走势	9
图 12：2019 年，白云机场的各分部营业收入及增速	10
图 13：2019 年，白云机场各分部的净利润及增速	10
图 14：2002-2019 年，白云机场的销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	10
图 15：2002-2019 年，白云机场的经营活动现金净流量/净利润	10
图 16：2008 年迄今，白云机场的飞机起降架次	11
图 17：2008 年迄今，白云机场的旅客吞吐量	11
图 18：2008-2019 年，南方航空的客座率走势	11
图 19：2019 年上半年，前 20 大机场宽体机航班量占比	11
图 20：2017 年-2020 年 4 月，国内一线机场航班放行正常率	13
图 21：2019 年夏秋航季，一线机场的时刻资源增速	13
图 22：2015-2019 年，白云机场广告业务分部的营业收入及净利润	16
图 23：2015-2019 年，白云机场广告业务分部的毛利率及净利率	16

图 24: 2015-2019 年, 白云机场广告分部占公司净利润的比重 .....	16
图 25: 机场免税收入的分析框架 .....	18
图 26: 近年, 全球免税品销售总额 .....	20
图 27: 近年, 中国免税品销售总额 .....	20
图 28: 全球免税品分渠道的销售占比 .....	21
图 29: 全球免税品分区域销售占比 .....	21
图 30: 2018 年中免公司的销售额达 345 亿元 .....	21
图 31: 2018 年中免公司实现归母净利润 30.8 亿元 .....	21
图 32: 海南离岛免税的免税商品金额分布 .....	22
图 33: 上海机场的免税商品金额分布 .....	22
图 34: 2018 年, 中国人均 GDP 为 9770.85 美元/年 .....	22
图 35: 2018 年, 中国人均化妆品消费金额仅 45 美元 .....	22
图 36: 中国限额以上化妆品类零售额 (亿元) .....	23
图 37: 限额以上企业的化妆品零售总额增速 .....	23
图 38: 2013-2017 年, 中国高端、大众化妆品消费金额及增速 .....	23
图 39: 2000-2019 年, 中国入境游接待人次 .....	24
图 40: 2000-2019 年, 国内居民出境人数 .....	24
图 41: 2000-2019 年, 中国民航客运量情况 .....	25
图 42: 2018 年, 各国公民出过旅游花费情况 .....	25
图 43: 中国消费者的出境消费的渠道分布 .....	25
表 1: 白云机场的发展历程 .....	4
表 2: 2020-2022 年白云机场的飞机引入计划 .....	9
表 3: 中国各个一线机场的跑道产能利用率测算 .....	12
表 4: 最新国内机场分类目录 (2017 年版) .....	13
表 5: 内地航空公司内地航班航空性业务收费项目的收费标准基准价 .....	14
表 6: 白云机场与德高广告的 T2 航站楼及 GTC 广告媒体建设经营合同带来的预计营收 .....	15
表 7: 白云机场与迪岸公司的 T1 航站楼广告媒体经营项目合同带来的预计营收 .....	15
表 8: 2020-2022 年, 白云机场的广告分部营业收入及净利润预测 .....	17
表 9: 白云机场与中免公司签署的进境免税项目经营合作协议预计带来 21 亿营业收入 .....	18
表 10: 白云机场和中免公司签署的 T2 航站楼出境免税店项目经营合作协议预计带来的营收 .....	19
表 11: 2020-2023 年白云机场的免税业务增量业绩测算 .....	20
表 12: 中国烟、酒、高端化妆品、首饰等增值税及消费税税率 .....	24
表 13: 2020-2022 年白云机场的广告、免税、航空性业务及其他的业绩预测 .....	26

# 1 公司概况：政策、区位优势明显，长期业绩较快增长

## 1.1 公司简介：国内三大门户复合型枢纽机场之一，长期投资价值凸显

**白云机场——国内三大门户复合型枢纽机场之一：**白云机场始建于 1932 年，2003 年 04 月于上交所上市，2004 年 8 月 5 日转场，启用新白云国际机场，进入“双跑道时代”。2010 年公司跻身 ACI（国际机场协会）全球机场旅客满意度测评“世界十佳服务机场”。2015 年，白云机场第三跑道正式投入使用。2018 年 4 月，白云机场启用 T2 航站楼启用，迈入“双子楼”运营时代。目前，白云机场拥有两座航站楼、三条跑道的白云机场，可满足年起降 62 万架次、8000 万旅客量和 250 万吨货邮量的运营需求。

白云机场作为国内三大门户复合型枢纽机场之一，机场定位级别高，为国家确立的中南机场群中唯一核心门户枢纽机场，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。航司运营方面，白云机场目前是南方航空的基地机场，中国国航、东方航空、海南航空和深圳航空均在白云机场实行了基地化运作。

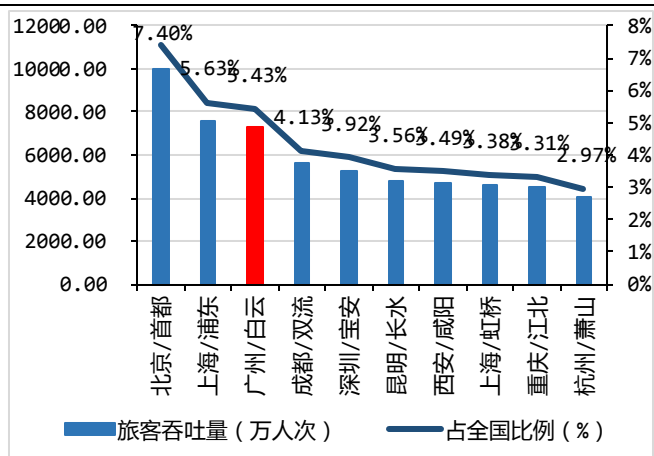
表 1：白云机场的发展历程

年份	重大历史事件
2019 年	2019 年旅客吞吐量突破 7300 万人次、航班起降近 50 万架次、货邮吞吐量超 190 万吨。其中，国际及地区旅客吞吐量超 1850 万人次
2018 年 4 月	白云机场 65.87 万平方米的 T2 航站楼启用，同步启用的还有 22.2 万平方米的华南地区最大的综合交通中心（GTC），标志着白云机场迈入“双子楼”运营时代
2015 年	白云机场第三跑道正式投入使用
2009 年	1 号航站楼东三、西三指廊建成启用，飞行区东南站坪、国际 1 号货站相继建成
2004 年 8 月	旧白云机场功成身退，新白云国际机场无缝启用，跨入“双跑道时代”
2000 年	新机场正式动工，耗资 198 亿元，历时 4 年竣工
1992 年	新机场的选址工作正式启动，最终选址在距市区北部 28 公里、占地规模比旧机场大 5 倍的花都区和白云区交界
1978-1992 年	1980 年至 1992 年飞机起降架次居全国机场第一位、1986 年至 1992 年旅客吞吐量居全国机场第一位，成为国内最繁忙的机场
1950 年	1950 年 3 月，中南军区司令部航空处将机场移交给新成立的中国民航广州办事处
1932 年	1932 年，国民革命军第一集团军空军在广州征地，始建旧白云机场。隔年 11 月，白云机场竣工

资料来源：《白云机场：四十年来飞跃发展，在新中国民航史上写下了光辉篇章》论文（穗机宣），财富证券

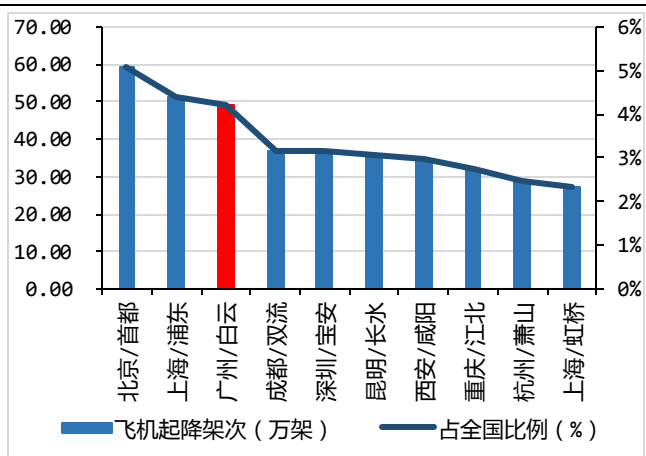
**白云机场航班起降及旅客吞吐量均排名国内机场第三：**目前，白云机场拥有两座航站楼、三条跑道，飞行区等级为 4F 标准，可满足 A380 等大型宽体客机起降及停放需要。白云机场的航线网络已覆盖全球 230 多个通航点，其中国际及地区航点总体达到 95 个，已有 80 家左右中外航空公司在白云机场运营。2019 年，白云机场共完成航班起降 49.12 万架次（同比+2.9%）、旅客吞吐量 7337.85 万人次（同比+5.2%），均排名国内第三，仅次于北京首都机场及上海浦东机场。

图 1：2019 年，白云机场年旅客吞吐量 7337.85 万人次，排名国内第三



资料来源：《2019 年民航机场生产统计公报》，财信证券

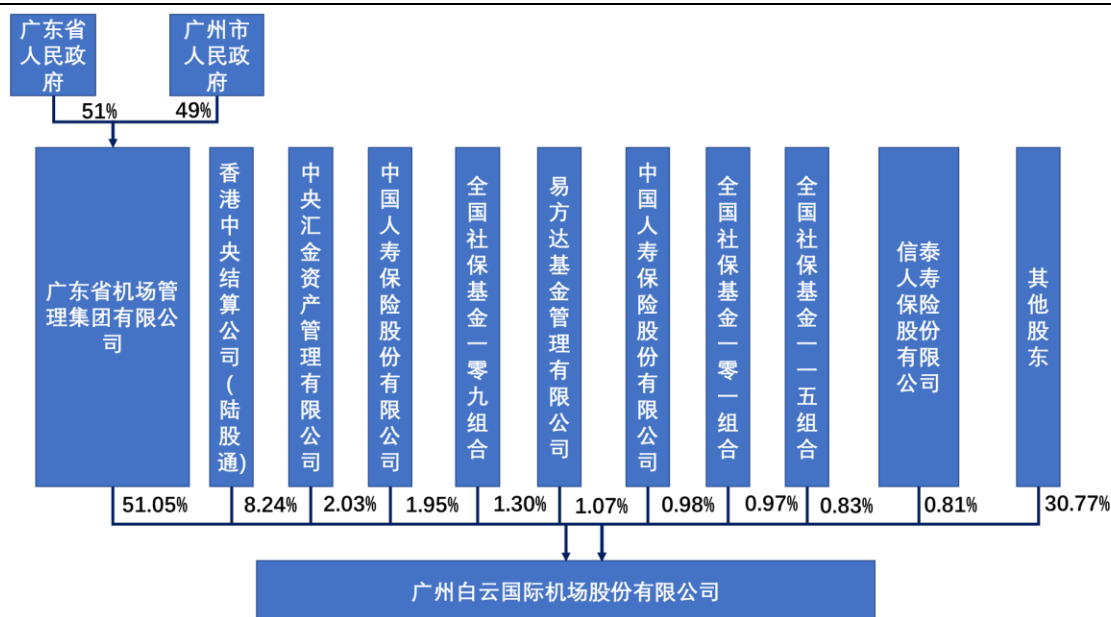
图 2：2019 年，白云机场飞机起降架次 49.12 万架次，排名国内第三



资料来源：《2019 年民航机场生产统计公报》，财信证券

**国企融资成本低，长期投资价值彰显：**2020 年 Q1 底，广东机场集团持有白云机场 51.05% 股份，为公司控股股东。广东省政府、广州市政府分别持有广州机场集团 51%、49% 的股权。国企经营风格稳健，有利于公司降低融资成本。公司其他前十股东主要为外资（陆港通）、国家队（证金、社保基金）、保险及公募基金等机构投资者，彰显公司股票长期投资价值。

图 3：白云机场的控股结构图（截止 2020 年 Q1 底）



资料来源：公司公告，财信证券

## 1.2 业务综述：航空服务实现政府指导价，航空性延伸服务采用市场化收费

白云机场业务可分为航空服务业务及航空性延伸服务业务（或非航空性业务）：

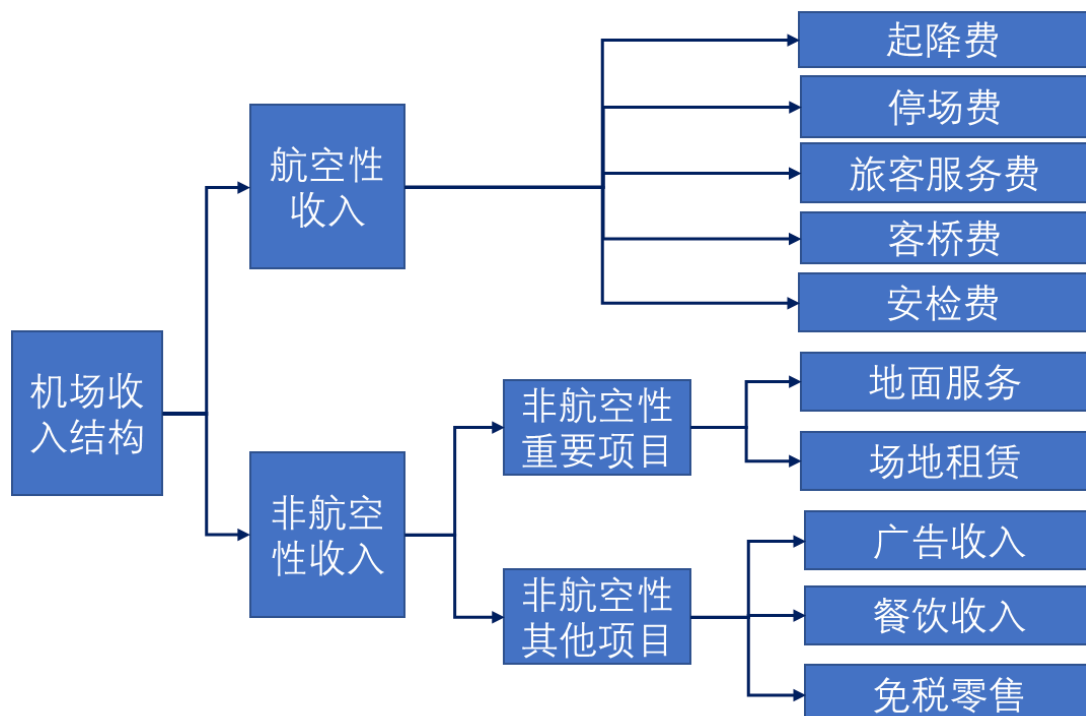
- ✓ **航空服务业务：**指机场以航空器、旅客和货物、邮件为对象，提供飞机起降与停场、旅客综合服务、安全检查以及航空地面保障服务，实行政府指导价。航空服务业务的细分收入包括：航班起降服务、旅客综合服务、安全检查服务、



航空地面服务收入。

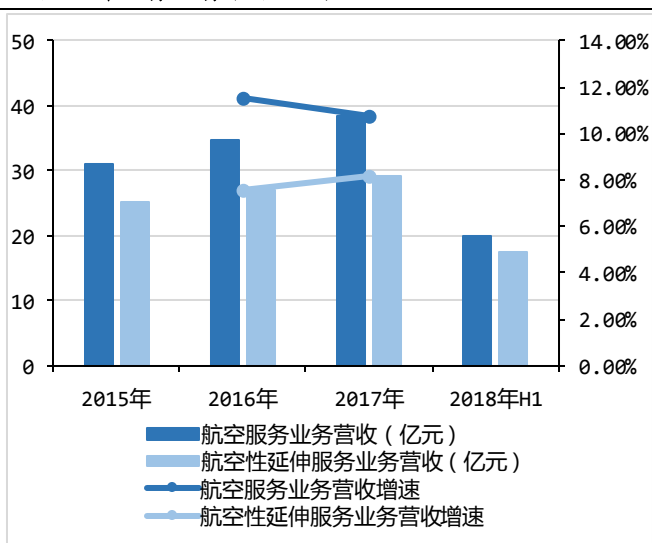
- ✓ **航空性延伸服务业务：**主要是指除航空服务业务外，依托航空服务业务提供的其他服务（类似延伸的商业、办公室租赁、值机柜台出租等），实行市场调节价。

图 4：国内机场的主要收入构成



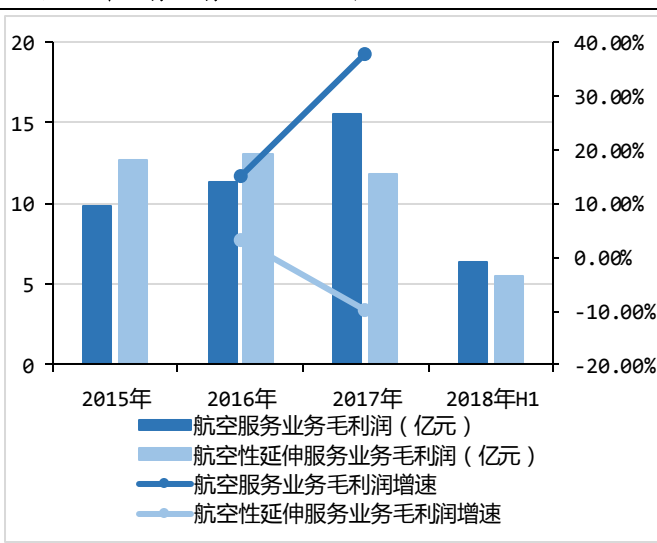
资料来源：《关于印发民用机场收费改革实施方案的通知》及《民用机场收费标准调整方案》，财信证券

图 5：2015-2018 年 H1，白云机场的航空服务业务、航空性延伸服务业务营收及增速



资料来源：《广州白云国际机场股份有限公司 2018 年度第七期超短期融资券募集说明书》，财信证券

图 6：2015-2018 年 H1，白云机场的航空服务业务、航空性延伸服务业务毛利润及增速



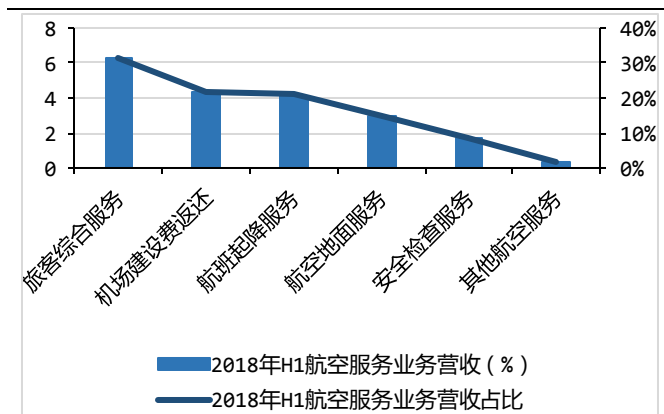
资料来源：《广州白云国际机场股份有限公司 2018 年度第七期超短期融资券募集说明书》，财信证券

**航空性延伸服务采用市场化收费：**公司航空性延伸服务业务种类较多，市场化收费，主要包括货邮代理业务、特许经营权业务、租赁业务、地面运输业务、广告业务等。

- ✓ **货邮代理业务：**主要包括公司为代理的货邮提供搬运，安检、协调、仓储、包装整理等服务。
- ✓ **航站楼商业业务：**航站楼商业包括餐饮、零售、免税、银行、货币兑换点等业务，航站楼商业业务收入主要由特许经营权收入、租赁业务收入和商品销售业务收入构成。
- ✓ **商旅服务业务：**1) 公司成立了子公司空港快线，为旅客提供机场接驳、异地值机等商旅出行及配套服务，是公司地面运输业务收入的主要来源；2) 公司还成立了子公司商旅服务公司，专门从事商务代理和航空票务等业务。
- ✓ **航站楼广告业务：**公司的广告业务包括广告服务、包装装潢设计服务、展台设计服务、装饰设计服务，以及对外出租机场内广告场位与设施等业务。
- ✓ **停车服务业务：**公司停车场管理分公司专门负责停车服务业务。
- ✓ **其他航空性延伸服务业务：**公司还向中外航空公司提供航班配餐服务；向航站楼内过港旅客提供餐饮服务、产品销售服务；向航空公司提供航空器维修服务以及向社会机构和个人提供汽车和机电设备维修服务等。

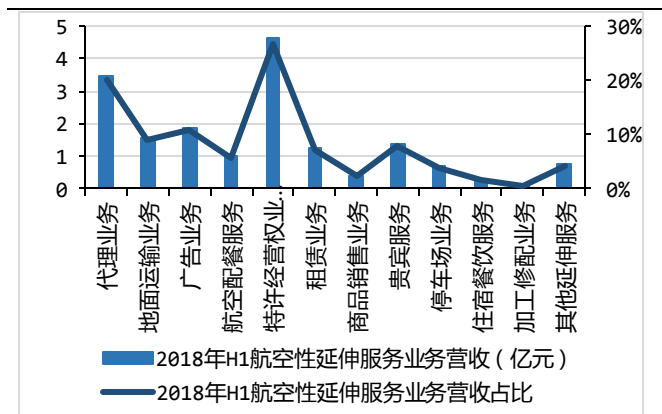
白云机场的免税业务收入主要在租金和特许经营权两个科目（特许经营权还包括部分广告业务收入）。2018 年 H1，白云机场的特许经营权业务、租赁业务、广告业务的合计营收占比为 44.72%。考虑到近年来公司免税业务及广告业务较快增长，预计免税及广告业务已经成为公司重要业绩贡献点。

图 7：2018 年 H1，白云机场的航空性业务的营收及各自占比



资料来源：《广州白云国际机场股份有限公司 2018 年度第七期超短期融资券募集说明书》，财信证券

图 8：2018 年 H1，白云机场航空性延伸服务业务的营收及占比



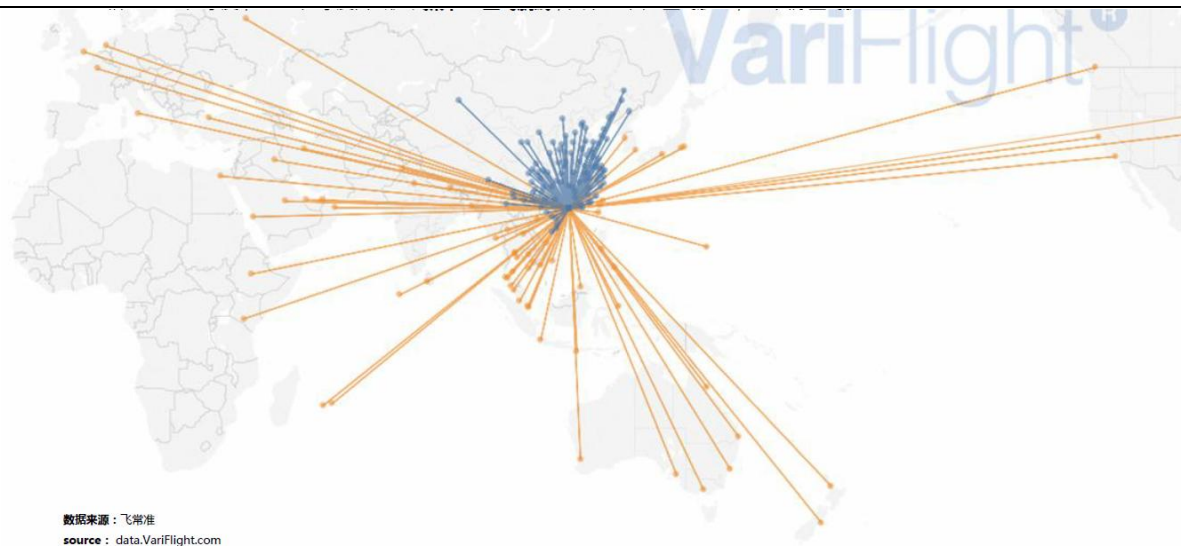
资料来源：《广州白云国际机场股份有限公司 2018 年度第七期超短期融资券募集说明书》，财信证券

### 1.3 竞争优势：政策、区位优势明显，基地航司保驾护航

**机场定位级别高，政策优势明显：**白云机场作为国内三大枢纽机场之一，定位级别明显高于国内其他机场，政策优势明显。对于定位级别高的机场，国家会将优质国际航线向其倾斜：1) 2012 年国务院《关于促进民航业发展的若干意见》明确，着力把北京、上海、广州机场建成功能完善、辐射全球的大型国际航空枢纽；2) 2017 年《全国民用运输机场布局规划》指出，2025 年形成 3 大世界级机场群，白云机场国际枢纽竞争力明显加强；3) 《广东省综合交通运输体系发展“十三五”规划》提出，加快建设广州国际航运中心，强化广州机场作为全国三大国际性航空枢纽之一的地位。

**覆盖东南亚、连接欧美澳，区位优势显著：**白云机场目前占地 18 平方公里，与广州市中心相距约 28 公里。白云机场所在地广州是华南地区最大的进出口岸和重要交通枢纽，凭借得天独厚地理位置及海陆空层次分明交通体系，具有覆盖东南亚、连接欧美澳，辐射内地各主要城市的天然网络优势。目前，白云机场的航线网络已覆盖全球 230 多个通航点，其中国际及地区航点总体达到 95 个，连接全球 50 多个国家和地区，包括东南亚、欧美澳和内地主要城市；已有 80 家左右中外航空公司在白云机场运营。其中外航和地区公司超过 50 家。从白云机场起飞，6 个小时内可飞抵亚太 20 多个城市 and 地区。未来，白云机场还将打造集航空运输、高铁、地铁、城际轨道和高速公路多种交通方式于一体的综合交通中心和换乘枢纽，实现泛珠三角、珠三角地区城市与白云机场之间的有效衔接。

图 9：2018 年第一季度，广州白云机场的直航航线情况



资料来源：飞常准《广州白云机场发展观察报告（2018 年 4 月）》，财信证券

**南航致力于打造国际化网络航空公司，基地航司优势明显：**白云机场主基地航空公司（南方航空）近年来战略转型，为白云机场建设世界级航空枢纽提供契机。南航致力于打造国际化网络航空公司，集中资源建设“广州之路”，目前又积极开通或加密“一带一路”沿线航点，高度契合白云机场的国际枢纽建设战略。根据《南方航空 2019 年年度报告》，2020-2022 年分别净引入 49/69/51 架飞机，飞机数量增速分别为 5.68%/7.57%/5.20%，



运力稳健增长。

表 2：2020-2022 年白云机场的飞机引入计划

年份	2019A		2020E		2021 E		2022 E	
	期末数	交付	退出	期末预测数	交付	退出	期末预测数	交付
客机	848	84	37	895	72	3	964	51
货机	14	2	0	16	0	0	16	0
合计	862	86	37	911	72	3	980	51

资料来源：《南方航空 2019 年年度报告》，财信证券

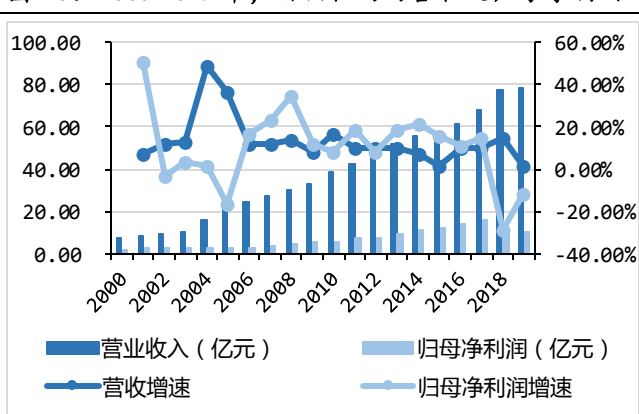
#### 1.4 业绩概况：长期业绩较快增长，2018-2019 年暂处于盈利低点

**长期业绩较快增长，2018-2019 年暂处于盈利低点：**2000-2019 年，白云机场的营业收入 CAGR、归母净利润 CAGR 分别为 12.94%、8.93%，公司长期业绩较快增长。由于民航发展基金自 2018 年 5 月 29 日起半年(过渡期),继续作企业收入处理,过渡期满后,取消民航发展基金用于返还作企业收入处理政策。民航发展基金返还取消叠加 2018 年 4 月起 T2 航站楼投产转固,2019 年,公司实现营业收入 78.70 亿元(同比+1.59%),实现归母净利润 10.00 亿元(同比-11.45%)。

2020 年初新冠疫情对白云机场业绩造成较大冲击。白云机场对受疫情影响较大不能正常经营的民营承租企业、个体工商户,免收 2020 年 2 月、减半收取 2020 年 3-4 月份的租金、经营权转让费(或特许经营费)和综合管理费,共计减免金额约 1.02 亿元。2020 年 Q1 实现营收 13.14 亿元(同比-34.58%),归母净利润-0.63 亿元。

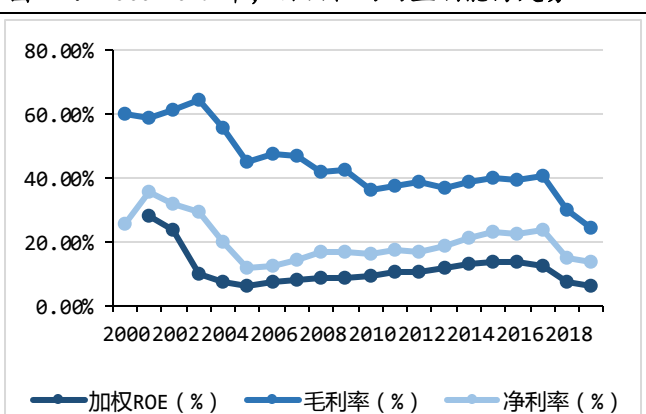
盈利能力而言,2011-2017 年,公司加权 ROE 为 10.36%-14.00%,盈利能力较强。民航发展基金返还取消叠加 T2 航站楼投产转固(折旧费用大幅增加),2018-2019 年加权 ROE 分别下降至 7.36%、6.24%,暂时处于盈利能力低点。

图 10：2000-2019 年，白云机场的营收及归母净利润



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 11：2000-2019 年，白云机场的盈利能力走势



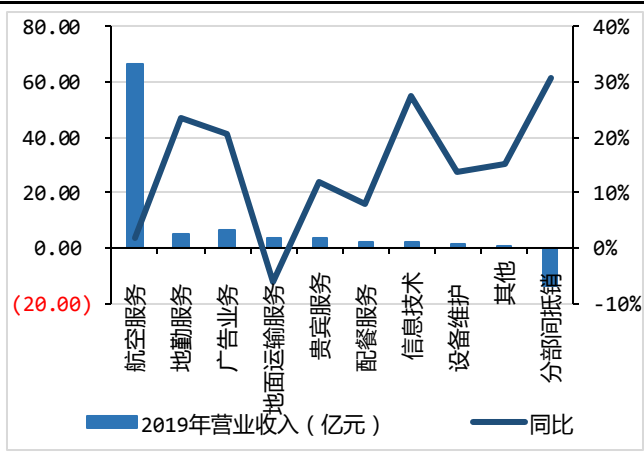
资料来源：Wind 资讯，财信证券

**航空服务分部及广告业务分部贡献主要利润来源：**2019 年分部营业收入而言，航空服务营收 66.92 亿元(同比+1.83%)、地勤服务营收 5.30 亿元(同比+23.70%)、广告业务营收 6.83 亿元(同比+20.67%)、地面运输服务营收 3.32 亿元(同比-6.16%)、贵宾服务营收 3.80 亿元(同比+11.99%)、配餐服务营收 2.04 亿元(同比+7.91%)、信息技术营收

2.43 亿元（同比+27.35%）、设备维护营收 1.70 亿元（同比+13.83%）、其他业务营收 0.06 亿元（同比+15.37%）、分部间抵消的营收为 13.71 亿元（同比+30.83%）。

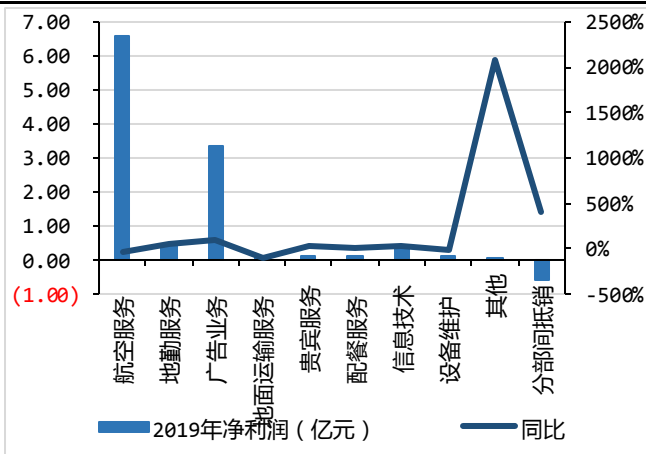
2019 年分部净利润而言，航空服务净利润 6.58 亿元（同比-30.06%）、地勤服务净利润 0.44 亿元（同比+47.83%）、广告业务净利润 3.33 亿元（同比+102.87%）、地面运输服务净利润 0.01 亿元、贵宾服务净利润 0.11 亿元、配餐服务净利润 0.13 亿元、信息技术净利润 0.44 亿元（同比+38.76%）、设备维护净利润 0.11 亿元、其他业务净利润 0.03 亿元、分部间抵消的净利润为 0.61 亿元（同比+397.07%）。

图 12：2019 年，白云机场的各分部营业收入及增速



资料来源：2018-2019 年年度报告，财信证券

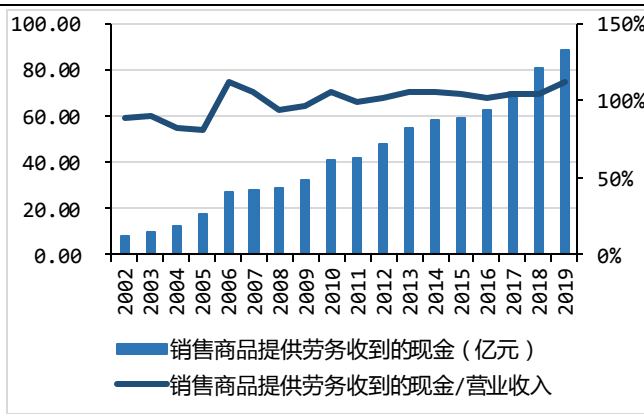
图 13：2019 年，白云机场各分部的净利润及增速



资料来源：2018-2019 年年度报告，财信证券

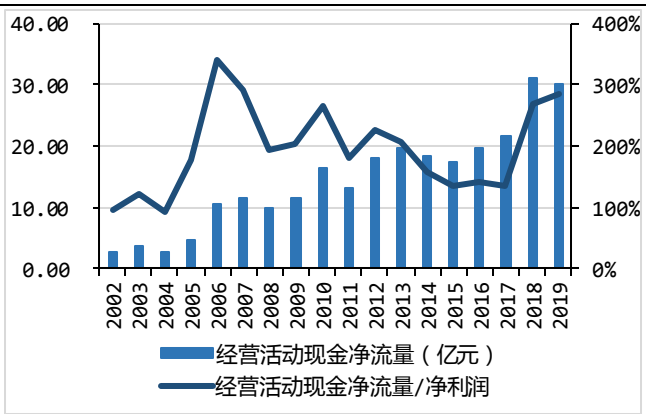
非付现成本占比高，现金流充裕：2012-2019 年，白云机场的销售商品提供劳务收到的现金/营业收入之比在 101.51%-112.44%，经营活动现金净流量/净利润之比在 134.29%-285.05%，机场折旧等非付现成本占比高，现金流较为充裕。

图 14：2002-2019 年，白云机场的销售商品提供劳务收到的现金/营业收入



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 15：2002-2019 年，白云机场的经营活动现金净流量/净利润



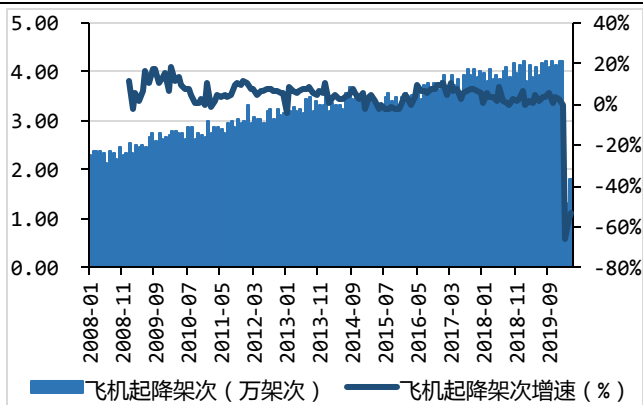
资料来源：Wind 资讯，财信证券

## 2 航空性业务：2019 年公司免税销售额实际增速达 117.46%，免税业务或持续发力

### 2.1 航空业务：预计白云机场跑道的产能利用率还有 9.5%的提升空间

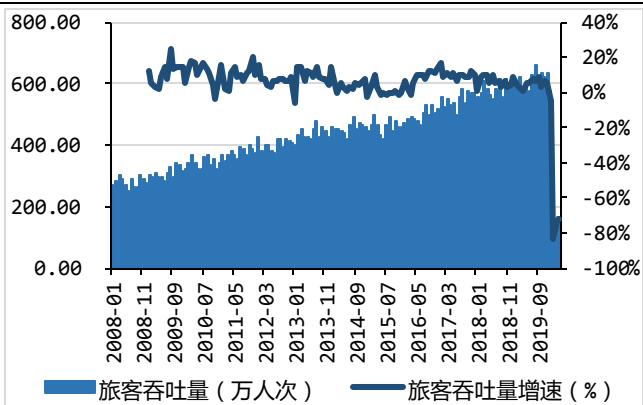
**白云机场飞机起架增速落后于旅客量增速约 2.18pct:** 2008-2019 年, 白云机场的飞机起降架次 CAGR、旅客吞吐量 CAGR 分别为 5.23%、7.41%, 飞机起降架次 CAGR 落后于旅客吞吐量 CAGR 2.18pct。新冠疫情严重冲击航空旅客量, 2020 年 1-4 月, 白云机场实现年飞机起降架次 9.14 万架次 (同比-42.98%), 旅客吞吐量 1003.27 万人次 (同比-58.13%)。

图 16: 2008 年迄今, 白云机场的飞机起降架次



资料来源: Wind 资讯, 财信证券

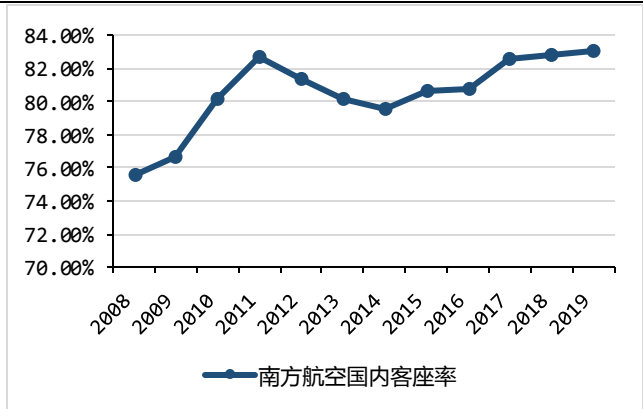
图 17: 2008 年迄今, 白云机场的旅客吞吐量



资料来源: Wind 资讯, 财信证券

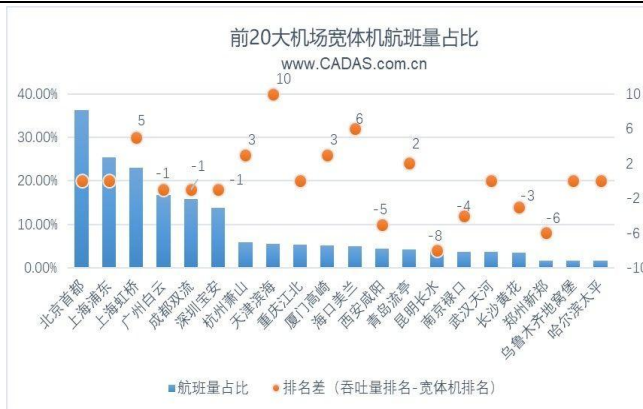
**一线机场的时刻资源紧缺, 航空公司置换宽体机的潜力仍较大:** 2008-2019 年白云机场的飞机起架增速落后于旅客量增速约 2.18pct, 可拆解为: 1) 客座率提升, 以南方航空 (白云机场基地航空) 为例, 2008-2019 年客座率年均约提升 0.67pct; 2) 一线机场严控时刻增量背景下, 航空公司主动将窄体机置换成宽体机 (约贡献 1.51pct)。2017 年冬春航季开始, 为提升航班正点率, 民航局对航班时刻安排进行运行总量控制和航班结构调整, 一线机场 (如白云机场) 时刻资源增量紧俏。因此航空公司主动将窄体机置换成大型机, 以在紧缺时刻资源背景下提升有效运载能力。根据 CADAS《2019 上半年宽体机客运航线运营观察》, 2019 年 H1, 白云机场的宽体机航班量占比约为 16%, 宽体机占比仍处较低位置, 且较北京首都机场宽体机占比 (约 36%)、上海浦东机场宽体机占比 (约 25%), 白云机场窄体机仍有较大置换空间。预计白云机场的旅客量增速仍将持续超过飞机起降架次增速。

图 18: 2008-2019 年, 南方航空的客座率走势



资料来源: Wind 资讯, 财信证券

图 19: 2019 年上半年, 前 20 大机场宽体机航班量占比



资料来源: CADAS (2019 上半年宽体机客运航线运营观察), 财信证券

**预计白云机场跑道的产能利用率还有 9.5% 的提升空间：**机场的时刻资源产能限制来自：1) 航站楼；2) 跑道；3) 空域（可供航空器飞行的大气空间）。由于航站楼实际负荷可较大程度超过设计产能、以及 2018 年 4 月白云机场 T2 航站楼投入使用，因此白云机场的产能限制主要来自跑道。由于白云机场三跑道属于近距离跑道，预计白云机场总有效跑道产能约相当于 2.7 条独立跑道。根据国内单跑道理论设计产能 550 架次/日的标准，据此预计 2019 年白云机场的跑道产能为日起降飞机 1485 架次，跑道的产能利用率达 90.64%。不同于航站楼，跑道的负荷率水平与“国家空管水平、飞行安全”关系密切，很难超过跑道实际设计水平。以国内最繁忙的首都机场、香港机场为例，跑道产能利用率均在 100% 左右，据此预计白云机场跑道的产能利用率还有 9.5% 的提升空间。

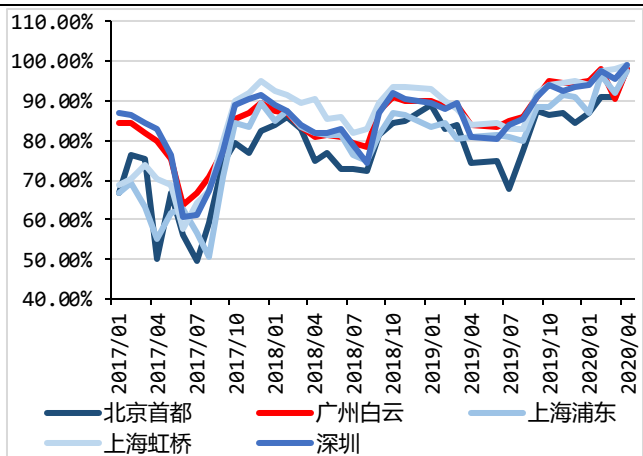
**表 3：中国各个一线机场的跑道产能利用率测算**

机场	跑道数量 (条)	跑道构型	跑道日起降 产能(架)	2019 年日均 起降数(架)	2019 年跑道产 能利用率(%)
首都机场	3	3 条宽距跑道	1650	1628	98.68%
上海浦东机场	5	3 窄 2 宽	1650	1402	84.99%
白云机场	3	2 窄 1 宽	1485	1346	90.64%
深圳机场	2	2 条宽距跑道	1100	1014	92.20%
香港机场	2	2 条宽距跑道	1100	1151	104.61%

资料来源：公司公告、Wind 资讯、各机场官网、民航信息网等（注释：1）国内单跑道理论设计产能 550 架次/日的标准计算；2）根据 2012 年 6 月《上海浦东国际机场第五跑道项目可行性研究报告》，浦东机场第五跑道将通过水域吹砂造地而成，建成后将作为**大型客机的专用跑道**，承担首飞、部分调整试飞以及生产试飞；3）近距离的跑道不能单独开展起降，一组近距离平行跑道的有效产能约等于 1.5 条独立起降标准跑道。除第 5 跑道外，上海浦东机场剩余的 4 条跑道包括 2 组近距离的平行跑道，因此上海机场仅相当于 3 条独立跑道产能；4）由于白云机场三跑道属于近距离跑道，限制跑道有效产能，预计白云机场总有效跑道产能约相当于 2.7 条独立跑道），财信证券

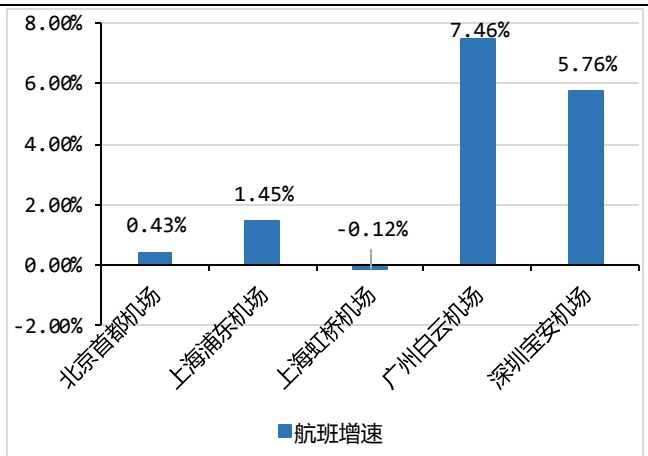
**航班正常率较高，后续 1-2 个航季时刻资源仍将稳步释放：**白云机场扩建工程的建设项目包括第三条跑道及滑行系统、T2 航站楼、站坪及空管、供油等配套设施。白云机场扩建工程于 2012 年 8 月正式动工，2015 年 2 月白云机场第三跑道投入运营，2018 年 4 月白云机场 T2 航站楼投入使用（设计容量为年旅客量 4500 万人次）。由于时刻管控的初衷为提高航班正常率，在航班正常率较高及机场效率较高的水平下，相应机场时刻资源有望迎来释放。白云机场 2019 年夏秋季时刻资源增速 7.46%。2019 年 9 月-2020 年 4 月，白云机场的航班正常放行率均在 90% 以上，在一线机场中处于较高水平。预计等新冠疫情缓解后，白云机场在后续 1-2 个航季仍将迎来时刻资源的稳步释放。

图 20：2017 年-2020 年 4 月，国内一线机场航班放行正常率



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 21：2019 年夏秋航季，一线机场的时刻资源增速



资料来源：《中国民用航空局 2019 年夏秋航季新增、换发、注销国内航线经营许可信息通告》（注释：2019 年 3 月 31 日-10 月 26 日，中国民航将执行 2019 年夏秋航季航班计划），财信证券

**航空性收费施行政府指导价：**根据 2008 年 3 月施行的《关于印发民用机场收费改革实施方案的通知》，非航空性业务其他收费项目（如免税零售、餐饮收入、广告收入等）采用市场调节价。2017 年 4 月施行的《民用机场收费标准调整方案》规定：1）航空性收费项目仍实行政府指导价，整体基准价格有所上浮；2）将一类机场的非航空性重要收费项目（如地面服务、场地租赁等）收费标准从政府指导价调整为市场调节价。白云机场的航空性收费按照一类 1 级机场的标准征收，其中起降费可在规定基准价基础上上浮不超过 10%。

表 4：最新国内机场分类目录（2017 年版）

机场类别	机场
一类 1 级	北京首都、上海浦东、广州 3 个机场
一类 2 级	深圳、成都、上海虹桥 3 个机场
二类	昆明、重庆、西安、杭州、厦门、南京、郑州、武汉、青岛、乌鲁木齐、长沙、海口、三亚、天津、大连、哈尔滨、贵阳、沈阳、福州、南宁 20 个机场
三类	除上述一、二类机场以外的机场

资料来源：《民用机场收费标准调整方案》，财信证券

**疫情期间航空性收费标准降低：**为应对疫情冲击并纾困航空公司，2020 年 3 月民航局印发《关于积极应对新冠肺炎疫情有关支持政策的通知》提出：1）机场管理机构免收执行联防联控重大运输飞行任务的航空性业务收费和地面服务收费；2）降低境内、港澳台地区及外国航空公司机场、空管收费标准。一类、二类机场起降费收费标准基准价降低 10%，免收停场费；3）境内航空公司境内航班航空煤油进销差价基准价降低 8%。上述降费政策自 2020 年 1 月 23 日起实施，截止日期视疫情情况另行通知。考虑到政策出台背景为缓解航空公司应对新冠疫情的压力（具有暂时性），以及机场的航空性业务基本处于微利状态，我们倾向于判断《通知》降低机场收费等政策在疫情结束后将退出。如果假设 2020 年飞机起降数量不变、政策全年实施时，一类机场起降费收费标准基准价降



低 10%、免收停车场费等，预计将降低同期白云机场航空性收费比例在 8-10%。

表 5：内地航空公司内地航班航空性业务收费项目的收费标准基准价

机 场	起降费（元/架次）					停车场费（元/架 次）	客桥费（元 /小时）	旅客 服务 费（元 /人）	安 检 费	
	T：飞机最大起飞全重								旅客 行李 （元 /人）	货物邮 件（元/ 吨）
	25 吨 以 下	26-50 吨	51-100 吨	101-200 吨	200 吨以 上					
一 类 1 级	24 0	650	1200+24* （T-50）	2400+25* （T-100）	5000+32* （T-200）	2 小时以内免收； 2-6（含）小时按 照起降费的 20% 计收；6-24（含） 按照起降费的 25%计收；24 小 时以上，每停产 24 小时按照起降 费的 25%计收， 不足 24 小时按 24 小时计收。	单桥：1 小 时以内 200 元；超过 1 小时每半 小时 100 元，不足半 个小时按 照半个小 時計收。多 桥：按照单 桥标准的 倍数计收	34	8	53
一 类 2 级	25 0	700	1250+25* （T-50）	2500+25* （T-100）	5100+32* （T-200）			40	9	60
二 类	25 0	700	1300+26* （T-50）	2600+26* （T-100）	5200+33* （T-200）			42	10	62
三 类	27 0	800	1400+26* （T-50）	2700+26* （T-100）	5300+33* （T-200）			42	10	63

资料来源：《民用机场收费标准调整方案》，财信证券

## 2.2 广告业务：预计 2020-2022 年广告分部净利润 CAGR 为 9.94%

**T2 航站楼 5 年期间的广告营收约为 20.3 亿元：**2017 年 5 月，白云机场的全资子公司 T2 航站区管理公司和德高广告（上海）有限公司签署了 T2 航站楼及 GTC（地面交通中心）广告媒体建设经营合同。合同履行期从 T2 航站楼正式启用日（2018 年 4 月 26 日）起至 2023 年 1 月 31 日止。德高公司建设、销售、运营和维护广州白云国际机场 T2 航站楼及 GTC 规划范围内广告媒体，17 个类型，805 个媒体点位。德高公司为取得白云机场 T2 航站楼及 GTC 本次规划范围内的广告资源使用权向二号区管理公司支付广告资源使用费，构成形式为：底价+超额提成。预计 2018 年 4 月起的未来 5 年，T2 航站楼将带来 20.3 亿营业收入。

- ✓ **底价：**第一年底价为首年广告资源使用费保底报价，以后随年增长率逐年增长。
- ✓ **超额提成：**（年度销售额-对应年度提成基准数）\*超额提成率；超额提成率为 10%。

**表 6：白云机场与德高广告的 T2 航站楼及 GTC 广告媒体建设经营合同带来的预计营收**

期间	收入金额（亿元）
第一年度	3.6
第二年度	3.82
第三年度	4.04
第四年度	4.29
第五年度	4.54
合计	20.29

资料来源：《白云机场关于签订 T2 航站楼及 GTC 广告媒体建设经营合同的公告》，财信证券

**T1 航站楼 58 个月期间广告营收约为 16.77 亿元：**2018 年 8 月，白云机场全资子公司广州白云国际广告有限公司和迪岸双赢集团有限公司签署了 T1 航站楼广告媒体经营项目合同。迪岸公司对广州白云国际机场 T1 航站楼广告媒体进行建设改造、广告发布或广告代理发布、传统媒体的画面装撤、日常维保等，合同经营期自 2018 年 7 月 1 日起至 2023 年 4 月 30 日止（58 个月）。迪岸公司为取得白云国际机场 T1 航站楼广告媒体经营项目向广告公司支付广告发布费，广告发布费采用“底价+超额提成”的计费模式。

✓ **底价：**合同期内广告发布费底价总金额为 167722.89 万元（不含税）。

✓ **超额提成：** $(\text{实际销售额} - \text{提成基准数}) \times \text{超额提成率}$ ；超额提成率固定为 10%。

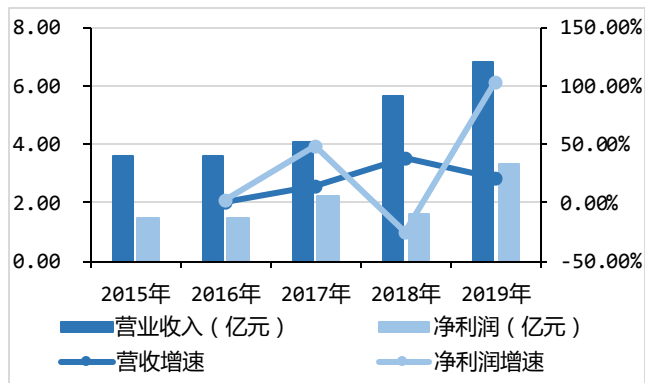
**表 7：白云机场与迪岸公司的 T1 航站楼广告媒体经营项目合同带来的预计营收**

时间段	金额（万元）
2018.7.1-2019.6.30	26,000.00
2019.7.1-2020.6.30	29,900.00
2020.7.1-2021.6.30	34,385.00
2021.7.1-2022.6.30	39,542.75
2022.7.1-2023.4.30	37,895.14
合计	167,722.89

资料来源：《白云机场关于签订 T1 航站楼广告媒体经营项目合同的公告》，财信证券

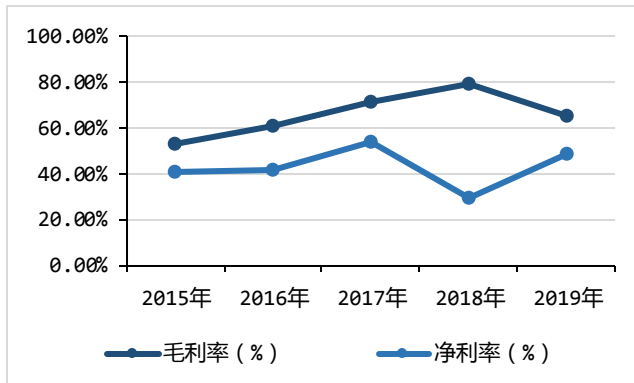
**2015-2019 年广告分部净利润 CAGR 为 23.01%：**2015-2019 年，白云机场的广告业务分部营业收入从 3.59 亿元增长至 6.83 亿元（CAGR 为 17.46%），广告业务分部净利润从 1.46 亿元增长至 3.33 亿元（CAGR 为 23.01%），毛利率从 53.11%提升至 65.01%，净利率 40.56%从提升至 48.79%。2015-2019 年，白云机场广告分部的净利润占比（分部抵消之前）从 11.16%提升至 29.82%，净利润占比（分部抵消之后）从 11.24%提升至 31.54%，广告业务已经成为公司业绩的重要贡献点。

图 22：2015-2019 年，白云机场广告业务分部的营业收入及净利润



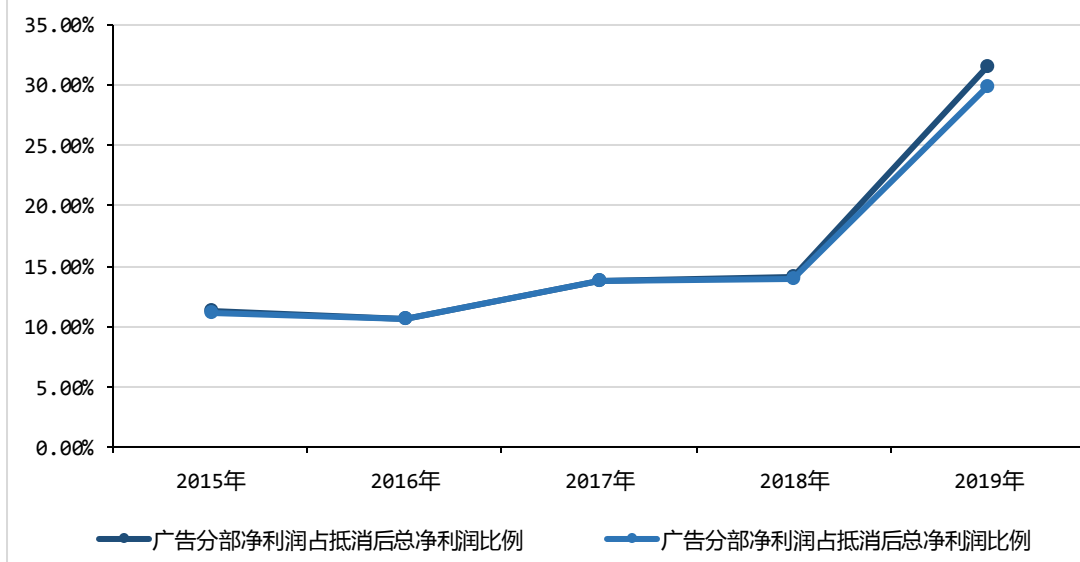
资料来源：2015-2019 年白云机场年度报告，财信证券

图 23：2015-2019 年，白云机场广告业务分部的毛利率及净利率



资料来源：2015-2019 年白云机场年度报告，财信证券

图 24：2015-2019 年，白云机场广告分部占公司净利润的比重



资料来源：2015-2019 年白云机场年度报告，财信证券

**2019 年广告分部实际营收/（T1、T2 预计营收合计）之比为 103.25%：**2019 年白云机场广告分部实现营收 6.83 亿元，由于 T2 航站楼及 GTC 广告合同预计营收 3.82 亿元、T1 航站楼广告合同预计营收 2.80 亿元，2019 年广告分部实际营收/（T1、T2 预计营收合计）之比为 103.25%。假设 2020-2022 年广告分部营收/（T1、T2 预计营收合计）之比分别为 100.00%/103.25%/103.25%，据此预计 2020-2022 年广告分部营业收入分别为 7.25/8.25/9.08 亿元，广告分部净利润分别为 3.54/4.02/4.43 亿元（未来 3 年期间 CAGR 为 9.94%）。

**表 8：2020-2022 年，白云机场的广告分部营业收入及净利润预测**

项目	2018A	2019A	2020E	2021 E	2022 E
广告分部营业收入（亿元）	5.66	6.83	7.25	8.25	9.08
T2 航站楼及 GTC 广告合同预计营收（亿元）	3.60	3.82	4.04	4.29	4.54
T1 航站楼广告合同预计营收（亿元）	1.3 亿（半年）	2.80	3.21	3.70	4.25
广告营收/（预计营收合计）	——	103.25%	100.00%	103.25%	103.25%
广告分部营业成本（亿元）	1.17	2.39	2.54	2.89	3.18
广告分部净利润（亿元）	1.64	3.33	3.54	4.02	4.43
广告分部净利润增速（%）		102.87%	6.21%	13.67%	10.07%

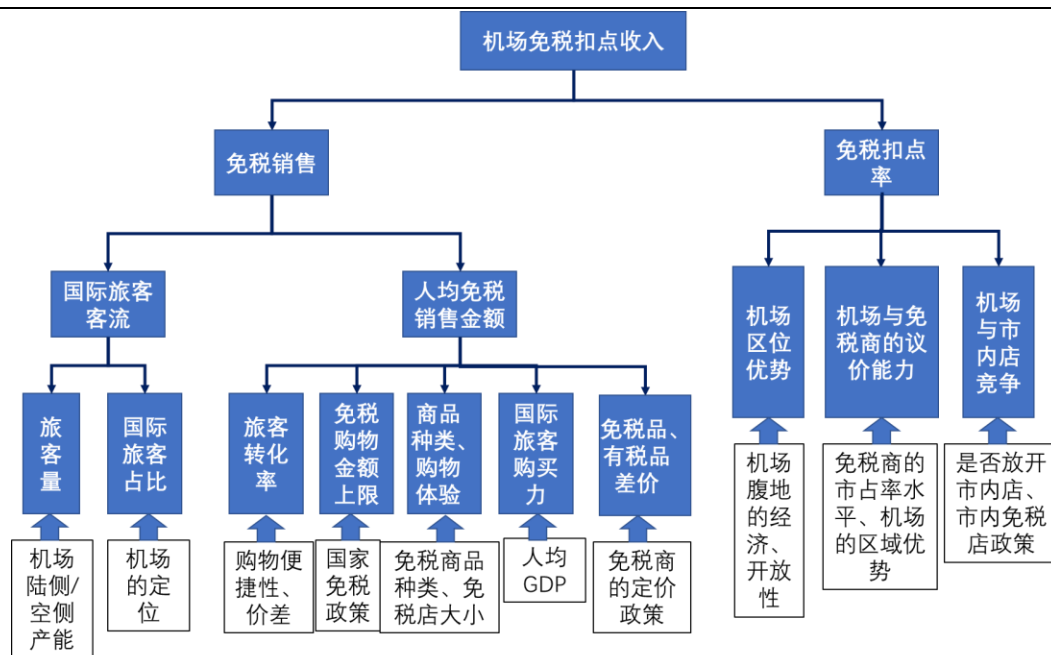
资料来源：公司公告（注释：1）T1 航站楼当年预计营收，采用加权平均计算；2）此处暂不考虑减免租金的情形；3）假设 2021-2022 年的广告营收/（T1、T2 广告业务预计营收合计），财信证券

### 2.3 免税业务：2019 年白云机场的免税销售额实际增速达 117.46%

**免税商品价格具有较强吸引力：**免税是指免除海关进口关税及进口环节税（增值税、消费税）。由于免征关税及进口环节税，免税店商品价格约比有税店的价格低 15%-35%，价格具有较强吸引力。因此免税商品并不是面向普通大众（如果向普通大众开放，会造成国家税收减少），免税商品通常仅对特定人群开放（如出入境人群）。免税商品包括：1）免征关税、进口环节税的进口商品；2）实行退免税增值税、消费税进入免税店销售的国产商品。

**机场免税店分析框架：**机场免税收入可拆分为：机场免税收入=旅客量×国际旅客占比×人均免税消费额×扣点率。其中，1）旅客量与机场的陆侧（航站楼）及空侧（跑道）的产能有关；2）国际旅客占比与机场定位有关（如白云机场为中南机场群中唯一核心门户枢纽机场，区域内的国际航线将优先向其倾斜）；3）人均免税消费金额与“免税金额上限、旅客转化率、免税店经营情况、免税店与有税店的商品价差”有关；4）免税扣点率与“机场区位优势、机场与免税商的议价能力、机场免税店与市内店的竞争”有关。

图 25：机场免税收入的分析框架



资料来源：公司公告，财信证券

**白云机场进境免税项目经营合作协议 6 年期间预计带来 21 亿营业收入：**根据 2017 年 5 月白云机场与中免公司签署的进境免税项目经营合作协议，中免公司将在白云机场现有的 T1 航站楼及 T2 航站楼内经营进境免税店，包括：T1 航站楼东连廊一层国际到达厅（T1-A9002、300 平方米）、T1 航站楼东连廊一层国际到达厅（T1-A9005、100 平方米）、T2 航站楼国际到达厅（T2-A9006、700 平方米）。月经营权转让费为月保底经营权转让费（月保底销售额×提成比例）与月实际销售提成额（实际销售额×提成比例）两者取其高。协议日期从 T2 航站楼启用日（2018 年 4 月 26 日）起满六年之日，合同期内预计将给白云机场带来 21 亿的营业收入。

- ✓ **T2 启用前：**T1 航站楼国际到达进境免税店场地首年月保底销售额 0.32 亿元/月，提成比例：39%；
- ✓ **T2 启用后：**T1 航站楼国际到达进境免税店场地首年月保底销售额 0.24 亿元/月；T2 航站楼国际到达进境免税店场地首年月保底销售额 0.35 亿元/月，提成比例：42%。

表 9：白云机场与中免公司签署的进境免税项目经营合作协议预计带来 21 亿营业收入

本协议营业收入期间	本协议预计营业收入金额（亿元）
T2 启用前	0.63
T2 启用起始第一年	2.89
T2 启用起始第二年	3.15
T2 启用起始第三年	3.33
T2 启用起始第四年	3.54
T2 启用起始第五年	3.75
T2 启用起始第六年	3.97
合计	21.26

资料来源：《白云机场关于签订进境免税项目经营合作协议公告》，财信证券



**白云机场 T2 航站楼出境免税店项目 8 年期间预计带来 12.65 亿营业收入：**根据 2017 年 10 月白云机场和中免公司签署的 T2 航站楼出境免税店项目经营合作协议。中免公司将在白云机场现有的 T2 航站楼内经营面积为 3544 平方米的出境免税店。中免公司每月缴纳经营权转让费。月经营权转让费为月保底经营权转让费（月保底销售额×提成比例）与月实际销售提成额（实际销售额总和×分段提成比例）两者取其高。合同经营期限从 2018 年 2 月 1 日起至 2026 年 1 月 31 日（8 年），合同期内预计将给白云机场带来 12.65 亿的营业收入。

- ✓ 2018 年 7 月 31 日前（含 7 月 31 日）：月经营权转让费=月实际销售额×提成比例（35%）；
- ✓ 2018 年 8 月 1 日后（含 8 月 1 日）：中免公司按月保底经营权转让费与月实际销售提成额两者取其高白云机场缴纳经营权转让费；2018 年 8 月 1 日起月保底销售额为 3292 万元，提成比例为 35%。

**表 10：白云机场和中免公司签署的 T2 航站楼出境免税店项目经营合作协议预计带来的营收**

本协议营业收入期间	本协议预计营业收入金额（亿元）
2018 年 2 月 1 日至 7 月 31 日	按实际销售额提成
2018 年 8 月 1 日至 12 月 31 日	0.58
2019 年 1 月 1 日至 12 月 31 日	1.42
2020 年 1 月 1 日至 12 月 31 日	1.5
2021 年 1 月 1 日至 12 月 31 日	1.59
2022 年 1 月 1 日至 12 月 31 日	1.69
2023 年 1 月 1 日至 12 月 31 日	1.79
2024 年 1 月 1 日至 12 月 31 日	1.9
2025 年 1 月 1 日至 2026 年 1 月 31 日	2.18
合计	12.65

资料来源：《白云机场关于签订 T2 航站楼出境免税店项目经营合作协议公告》，财信证券

**2019 年广州机场免税店实际增速高达 117.46%，免税业务或持续发力：**2019 年白云机场 T1 进境+T2 进境预计免税营收与 T2 出境预计免税营收合计为 4.57 亿元。根据中国国旅 2019 年年报，2019 年广州机场免税店实现营业收入 19.22 亿元（同比+117.46%），以 39.82% 综合免税扣点率计算，预计白云机场 2019 年的实际免税提成为 7.65 亿元，大幅超过此前预计免税营收合计值（4.57 亿元）。根据白云机场与中免公司的 T1+T2 进境、T2 出境免税协议，白云机场 2019-2023 年免税预计营收 CAGR 为 5.96%，据此增速（5.96%）预计 2020-2023 年白云机场免税净利润的增量分别为 0.33/0.38/0.39/0.40 亿元，从免税合同来看，白云机场的免税业务业绩增加量并不明显。但考虑到 2019 年广州机场免税店实际增速高达 117.46%，高于此前协议预计 2019 年免税营收增速（约 9.70%）。我们认为白云机场的免税业务有望持续超过“免税合同中的预计营收值”，成为公司业绩的重要贡献点。

表 11：2020-2023 年白云机场的免税业务增量业绩测算

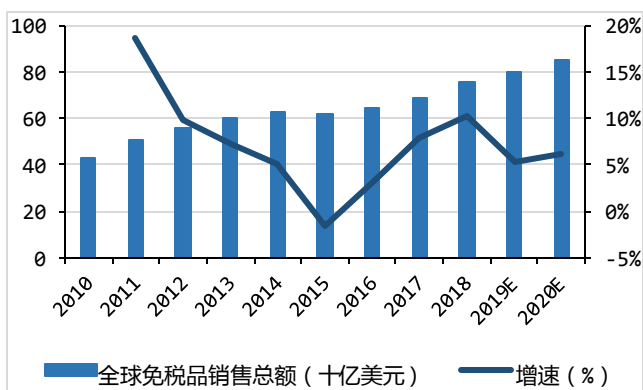
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
一 T1 进境+T2 进境预计免税营收（亿元）	2.89	3.15	3.33	3.54	3.75	3.97
二 T2 出境预计免税营收（亿元）	0.58+“2018.2.1-7.31 实际销售额提成”	1.42	1.5	1.59	1.69	1.79
三 进境+出境合计免税营收（亿元）	3.47+“2018.2.1-7.31 T2 出境实际销售额提成”	4.57	4.83	5.13	5.44	5.76
四 白云机场免税销售额（亿元）	8.84	19.22	20.31	21.57	22.88	24.22
五 预计综合免税扣点率（%）	37.00%	39.82%	39.83%	39.83%	39.83%	39.82%
六 预计实际免税提成（亿元）	3.27	7.65	8.09	8.59	9.11	9.65
七 预计当年增量免税净利润（亿元）		3.29	0.33	0.38	0.39	0.40

资料来源：白云机场及中国国旅公司公告（注释：1）第四项中的2018/2019年免税销售额为中国国旅年报披露；2）第五项中预计综合免税扣点率为T1+T2进境扣点率与T2出境扣点率通过各自预计营收的加权平均计算；3）第六项预计实际免税提成为第四项与第五项乘积；4）计算第七项预计当年增量免税净利润中的税率为25%；5）3.47+“2018.2.1-7.31 T2 出境实际销售额提成”预计为4.17 亿元左右），财信证券

## 2.4 免税市场空间：2018 年中国免税市场销售总额达 395 亿元。

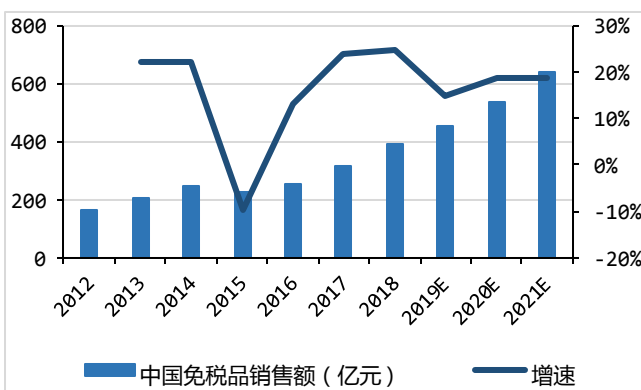
**2012-2018 年中国免税品销售总额 CAGR 为 15.31%：**根据 Generation Research，2012-2018 年全球免税品销售总额 CAGR 达 5.22%，2018 年全球免税品销售总额已达 757 亿美元（同比+10%），且预计 2020 年将达 850 亿美元（2018-2020 年 CAGR 为 5.76%）。2012-2018 年中国免税品销售总额 CAGR 为 15.31%，高于同期全球增速（5.22%）10.09pct，2018 年中国免税品销售总额 395 亿元。且预计 2021 年中国免税品销售总额将达 637 亿元（2018-2021 年 CAGR 为 17.27%），国内免税市场仍呈现较快发展。

图 26：近年，全球免税品销售总额



资料来源：Generation Research，财信证券

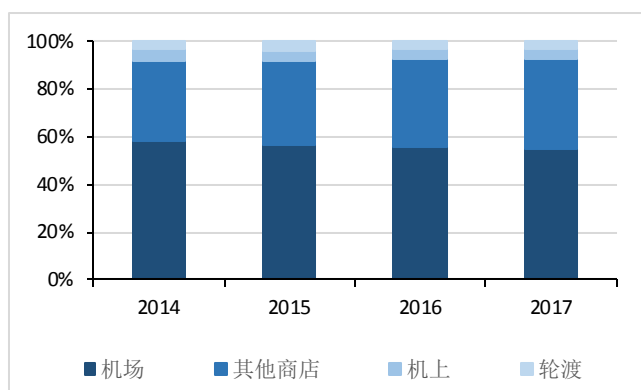
图 27：近年，中国免税品销售总额



资料来源：Generation Research&DFE，财信证券

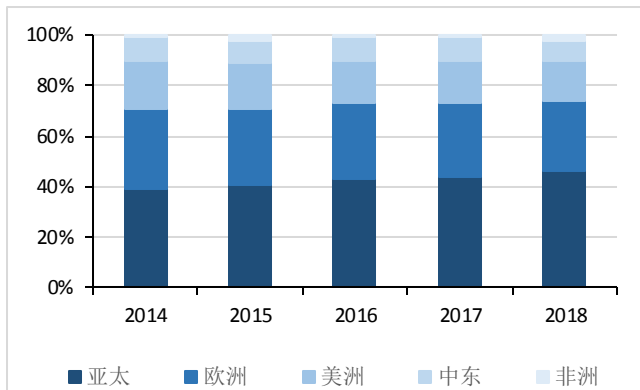
**亚太及欧洲为免税商品主要销售地，机场为免税品主要销售渠道：**从免税商品销售来看，根据 Generation Research，2018 年亚太销售占比 46%、欧洲销售占比 28%、美洲销售占比 16%、中东销售占比 8%、非洲销售占比 2%，亚太及欧洲为免税品主要销售区域。从渠道来看，依托机场出入境口岸的区位优势，2017 年全球 55% 免税品在机场销售。

图 28：全球免税品分渠道的销售占比



资料来源：Generation Research，财信证券

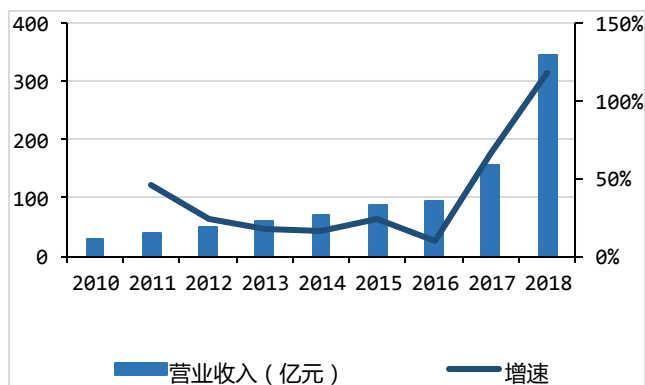
图 29：全球免税品分区域销售占比



资料来源：Generation Research，财信证券

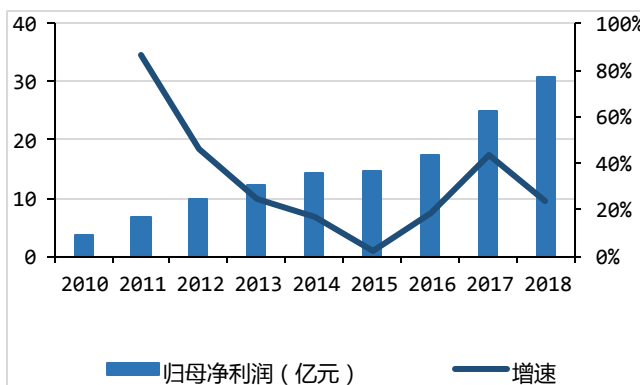
**中免公司实力增强，有利于国内免税市场蓬勃发展：**根据穆迪，2018 年全球排名前 25 位免税运营商营业额总计 530.34 亿欧元（折合人民币 4162 亿元），约占全球免税及旅游零售业销售额的 80%，市场集中度较高。中免公司收购日上中国、日上上海后，2018 年中国国旅全资子公司中免公司实现销售额 345 亿元，排名跃至全球第 4 名。低价及产品丰富度是免税行业的竞争焦点。中免公司而言，随着免税业务规模扩大，对上游采购方的议价能力得以提升，导致采购成本、物流成本等下降，并扩大产品品类，利好海外消费的国内回流，也利好国内免税市场的进一步扩容。

图 30：2018 年中免公司的销售额达 345 亿元



资料来源：公司公告，财信证券

图 31：2018 年中免公司实现归母净利润 30.8 亿元

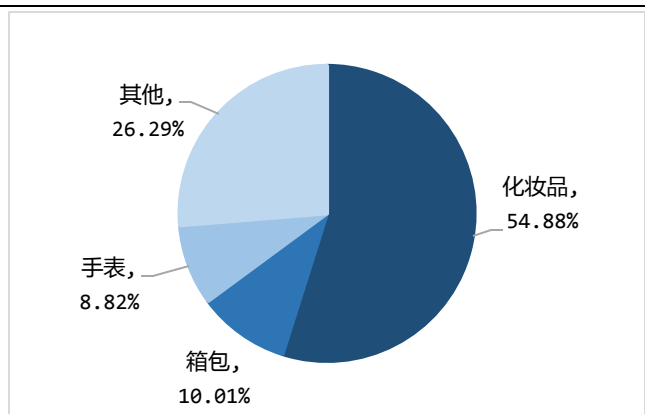


资料来源：公司公告，财信证券

## 2.5 免税驱动力 1：国内消费升级，高端化妆品需求蓬勃发展

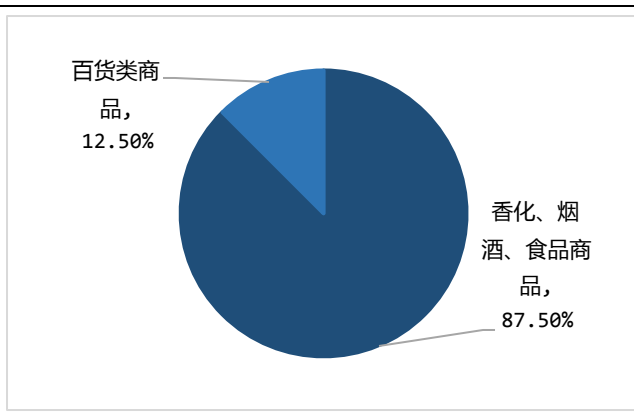
**化妆品占海南免税销售比例达 54.88%：**根据海口海关，2018.12.01-2019.11.30，海南离岛免税销售免税品 1746.42 万件、销售金额 128.86 亿元，其中化妆品销售金额 70.72 亿元，箱包 12.90 亿元，手表 11.36 亿元，占比分别为 54.88%、10.01%、8.82%，三大类商品合计占比达 73.71%。化妆品为当前国内最主要的免税商品类型。

图 32：海南离岛免税的免税商品金额分布



资料来源：椰网&海口海关（数据起止时间为2018年12月1日至2019年11月30日），财信证券

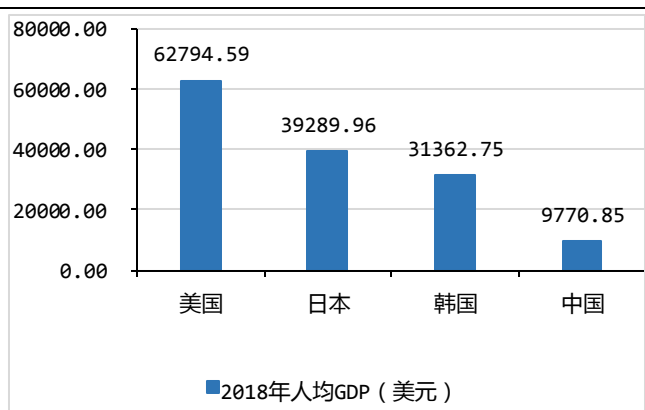
图 33：上海机场的免税商品金额分布



资料来源：公司公告（根据《免税合同》中的扣点率推算出香化、烟酒、食品与百货类的销售比例），财信证券

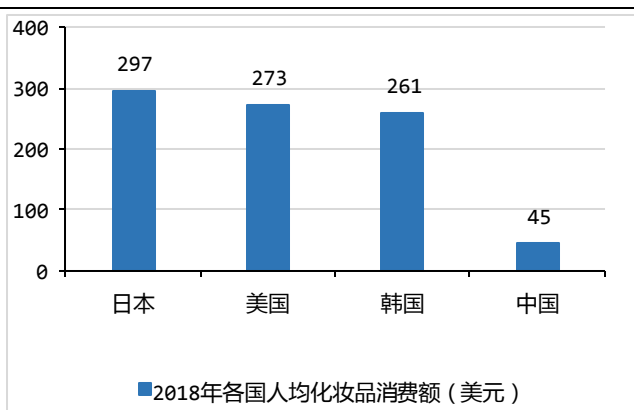
**国内化妆品潜在市场空间巨大：**化妆品具有可选消费属性，但人均可支配收入达到一定水平时，化妆品消费需求将较大释放。2018年，中国人均化妆品消费金额仅45美元，仅为同期日本人均化妆品消费的1/7，仅为同期美国、韩国人均化妆品消费的1/6，国内化妆品市场潜在空间巨大。2018年，中国人均GDP分别为9770美元/年，分别为美国、日本、韩国的1/6、1/4、1/3。随着中国人均可支配收入的增加，国内化妆品市场还将继续蓬勃发展。

图 34：2018 年，中国人均 GDP 为 9770.85 美元/年



资料来源：世界银行，财信证券

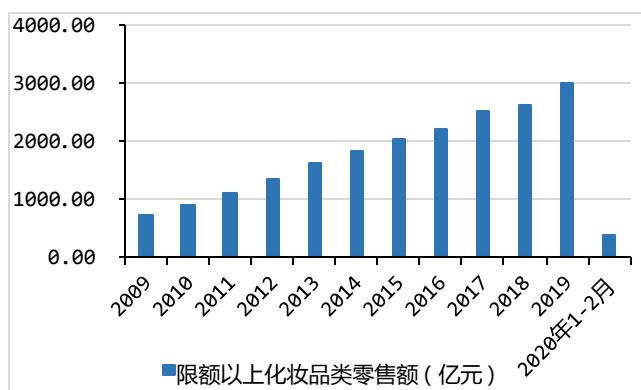
图 35：2018 年，中国人均化妆品消费金额仅 45 美元



资料来源：观研天下《2019年中国化妆品市场调研报告-行业竞争分析与投资前景评估》，财信证券

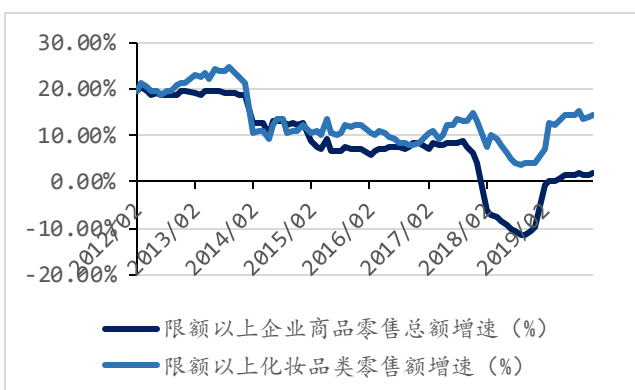
**消费升级背景下，国内化妆品市场继续快速扩容：**2009-2019年中国限额以上化妆品类零售额CAGR为14.99%，2019年中国限额以上化妆品类零售额达2992.20亿元（同比+14.25%），化妆品市场仍在较快增长。消费升级背景下，化妆品增速高于同期商品整体增速。从2016年底起，限额以上企业化妆品增速持续高于限额以上商品增速（约高出10-15pct），未来消费升级及化妆品扩容还将继续持续。

图 36：中国限额以上化妆品类零售额（亿元）



资料来源：世界银行，财信证券

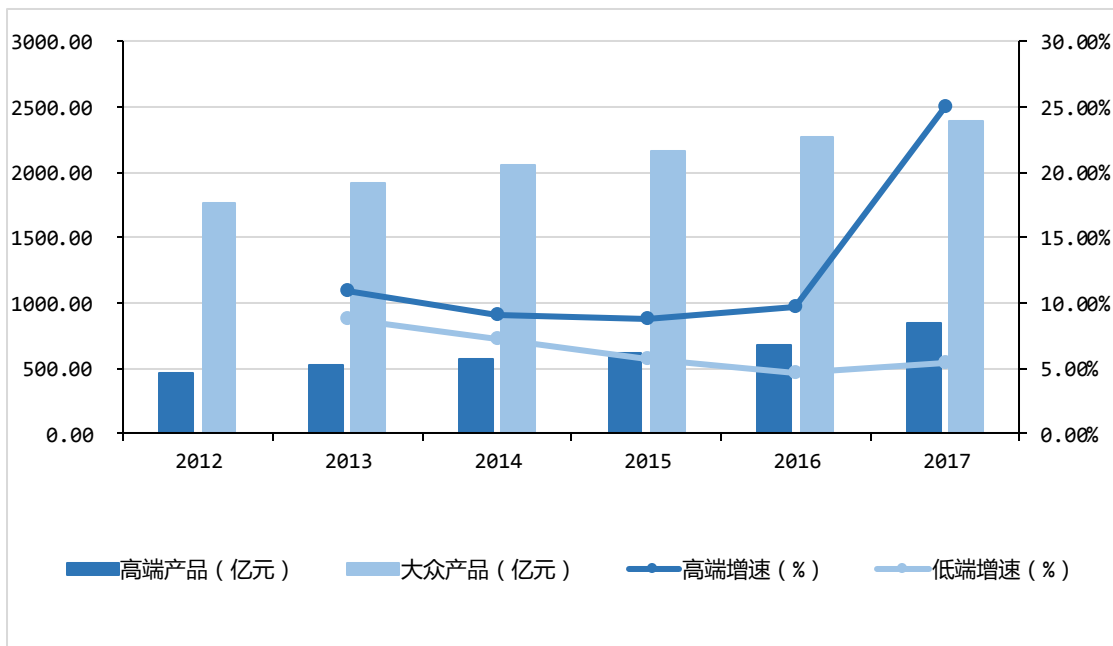
图 37：限额以上企业的化妆品零售总额增速



资料来源：国家统计局（累计值），财信证券

**高端化妆品增速快于大众化妆品：**化妆品消费结构而言，根据 Euromonitor, 2012-2017 年国内高端化妆品 CAGR 为 12.54%，高出同期大众化妆品 CAGR（6.38%）约 6.16pct。高端产品占化妆品市场比例从 2012 年的 21.02% 提升至 2017 年 26.08%，仍有较大提升空间。随着中国人均可支配收入增长、对品质生活需求提升、消费升级趋势持续，国内高端化妆品市场将持续较快增长。

图 38：2013-2017 年，中国高端、大众化妆品消费金额及增速



资料来源：Euromonitor&中商产业研究院，财信证券

**化妆品（尤其是高端化妆品）是国内免税市场增长的重要推动力：**除关税、增值税外，由于国家对高端化妆品、烟酒、高档首饰等征收高昂的消费税，但对普通化妆品并不征收消费税。由于免税店的高端化妆品、烟酒、高档首饰等免除了进口环节关税、增值税、消费税，价格相对低廉。加之化妆品占免税商品的比重较高，因此我们认为近年来，化妆品（尤其是高端化妆品）市场快速增长，是推动国内免税市场快速增长的强劲动力。



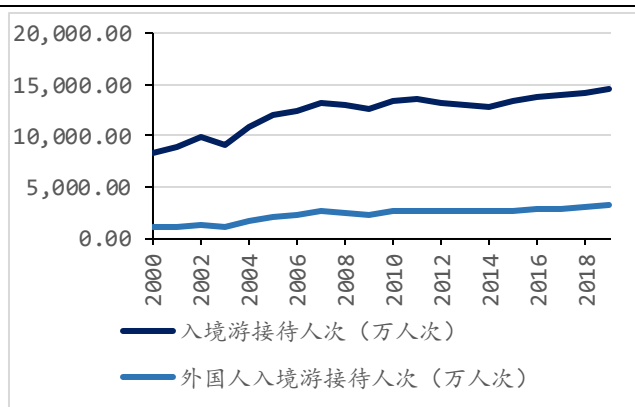
**表 12：中国烟、酒、高端化妆品、首饰等增值税及消费税税率**

税目	增值税税率	消费税税率
生产环节:甲类卷烟	16%	56%加 0.003 元/支
生产环节:乙类卷烟	16%	36%加 0.003 元/支
批发环节:甲类卷烟	16%	11%加 0.005 元/支
批发环节:乙类卷烟	16%	11%加 0.005 元/支
白酒	16%	20%加 0.5 元/500 克(毫升)
高档化妆品	16%	15%
金银首饰、铂金首饰和钻石及钻石饰品	16%	5%
其他贵重首饰和珠宝玉石	16%	10%
高档手表	16%	20%

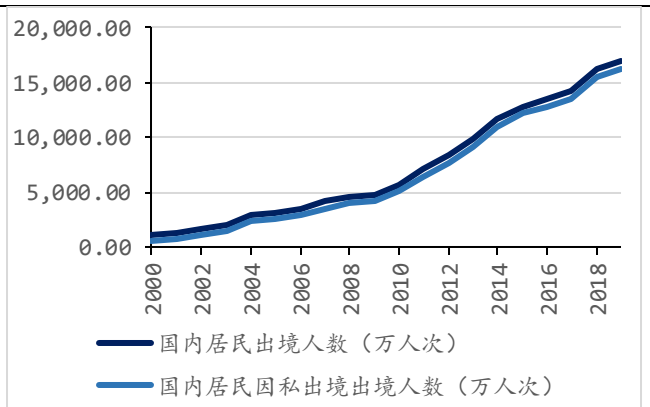
资料来源：各税法细则（注释：由于关税税率需要区别不同进口国家，因此难以统一，但普遍征收率在 5%-25% 之间），财信证券

## 2.6 免税驱动力 2：海外消费回流，免税购物需求持续向国内转移

**出境游正呈现快速增长：**入境游方面，2000-2019 年，中国的入境游接待人次（含港澳台、外国人）CAGR 为 6.36%、其中外国人入境游接待人次 CAGR 为 13.55%。出境人数方面，2000-2019 年，国内居民出境人数 CAGR 为 36.23%，其中因私出境人数 CAGR 为 45.26%。随着居民可支配收入提高，因私出境（主要是旅游）正呈现快速增长。

**图 39：2000-2019 年，中国入境游接待人次**


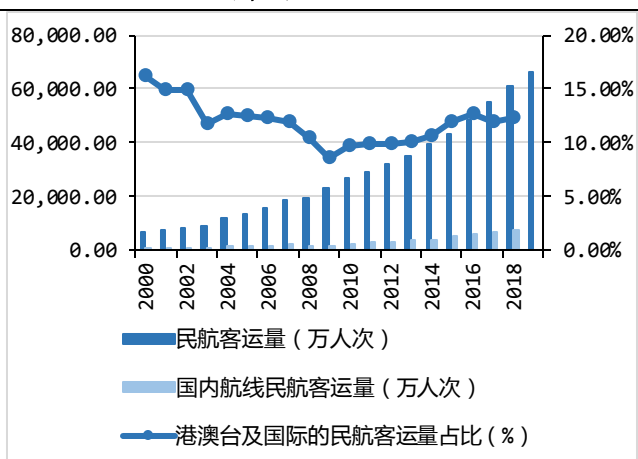
资料来源：国家统计局（注释：入境游中包括港澳台、以及外国人），财信证券

**图 40：2000-2019 年，国内居民出境人数**


资料来源：国家统计局，财信证券

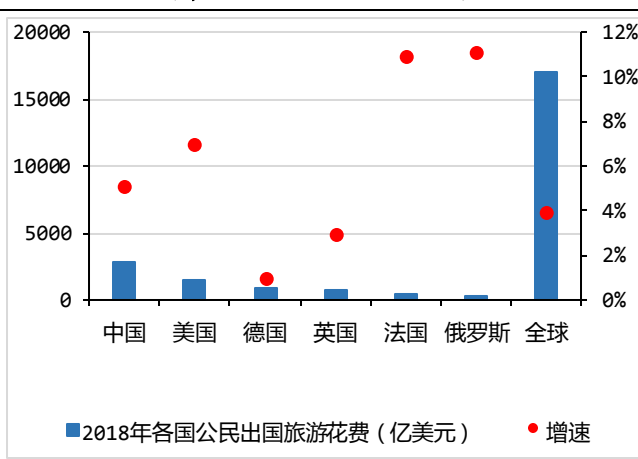
**预计中国公民海外免税消费回流还有 2.19-3.11 倍的增长空间：**根据联合国世界旅游组织（UNWTO），2018 年全世界的游客花费总共为 1.7 万亿美元（同比+4%），2018 年中国公民出国旅游花费全年花费达到 2773 亿美元（同比+5.2%），排名世界第一。按照 2018 年全球游客花费 1.7 万亿美元以及全球免税品销售总 757 亿美元计算，2018 年中国公民出国旅游全年花费（2773 亿美元）对应的免税购物金额为 123.48 亿美元（也即 864.36 亿人民币的海外免税购物金额），约为 2018 年中国免税品销售总额（395 亿元）的 2.19 倍。由于国内对高端化妆品、奢侈品等税率较高，因此按照全球的免税金额/旅游花费的比例来估计中国公民海外免税消费/旅游花费的比例，一定程度上会低估中国公民的海外免税购物金额。

图 41：2000-2019 年，中国民航客运量情况



资料来源：中国交通年鉴，财信证券

图 42：2018 年，各国公民出过旅游花费情况

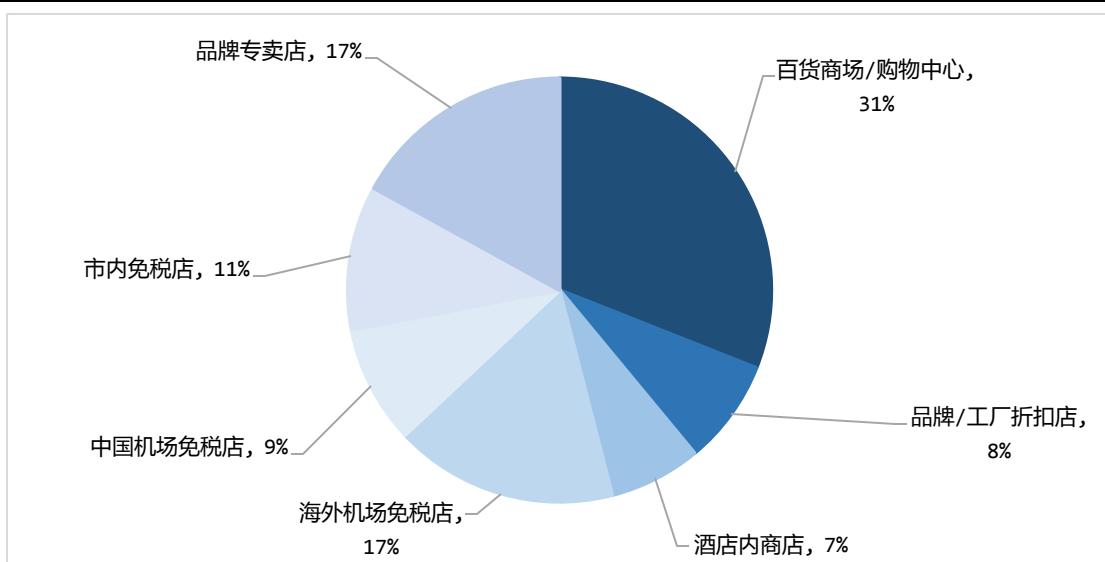


资料来源：联合国世界旅游组织 (UNWTO) & 商务部，财信证券

根据 OliverWyman 调查，中国公民出境消费的 37% 为免税消费（其中，海外机场免税店消费占比为 17%、中国机场免税店为 9%、市内免税店为 11%），也即海外机场+市内店的免税消费占比（28%）约相当于中国机场免税店消费占比（9%）的 3.11 倍。

随着国内免税行业竞争实力提升、免税店服务质量提升、免税产品丰富，中国公民的海外消费有望持续回流。同时，随着中免公司实力壮大，对采购方的议价能力提升，推动免税商品的性价比提升，亦将促进中国公民海外消费的持续回流。

图 43：中国消费者的出境消费的渠道分布



资料来源：OliverWyman，财信证券

### 3 核心假设

为预测白云机场业绩，我们将白云机场的各项业务重新划分为：广告业务、免税业务、航空性业务及其他等三项，并对这三类业务分别进行预测，而非采用公司的原始业务分类。因此业绩预测数据可能与公司实际有所出入，请投资者谨慎参考。业绩预测的主要核心假设有：

- ✓ 假设 2020-2022 年广告营收/合同预计营收之比分别为 100.00%/103.25%/103.25%；
- ✓ 假设白云机场 2020 年免税收入为免税合同预计营收的 80%；假设 2019-2022 年免税业务营收 CAGR 为 17%（注释：Generation Research 预测 2018-2021 年中国免税业务营收 CAGR 为 17.27%）；
- ✓ 假设 2020 年航空性业务及其他业务营收下滑 20%，2021 年、2022 年分别增长 34.86%、4.80%。

表 13：2020-2022 年白云机场的广告、免税、航空性业务及其他的业绩预测

业务 拆分	项目	2018 年	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
广告 业务	营业收入（亿元）	5.66	6.83	7.25	8.25	9.08
	毛利润（亿元）	4.49	4.44	4.71	5.36	5.90
	净利润（亿元）	1.64	3.33	3.54	4.02	4.43
免税 业务	营业收入（亿元）	3.27	7.65	3.86	10.47	12.25
	毛利润（亿元）	3.27	7.65	3.86	10.47	12.25
	净利润（亿元）	2.45	5.74	2.90	7.85	9.19
航空 性业 务及 其他	营业收入（亿元）	68.54	64.22	51.38	67.43	70.13
	毛利润（亿元）	15.29	6.89	0.47	8.50	9.84
	净利润（亿元）	7.53	1.50	(3.31)	2.71	3.72
合计	营业收入（亿元）	77.47	78.70	62.49	86.15	91.46
	毛利润（亿元）	23.05	18.98	9.04	24.33	28.00
	净利润（亿元）	11.62	10.57	3.12	14.58	17.34
	租金减免（亿元）			(0.77)	0.00	0.00
	租金减免后净利润（亿元）			2.36	14.58	17.34

资料来源：财信证券

## 4 投资建议

预计 2020-2022 年净利润分别为 2.36/14.58/17.34 亿元，EPS 分别为 0.11/0.70/0.84 元，BVPS 分别为 7.97/8.44/9.02 元。公司短期虽受新冠疫情影响，但长期盈利前景较好，给予 2020 年底 2.2-2.3X 市净率估值，对应合理估值区间在 17.53-18.33 元，维持“谨慎推荐”评级。

## 5 风险提示

国外内新冠疫情持续失控风险；航空性收费持续降低风险；公司各项业务复杂，由此导致业绩拆分及盈利预测偏差过大的风险；免税业务增长不及预期风险；广告业务增长不及预期风险。

## 财务预测摘要

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>7746.82</b>	<b>7869.94</b>	<b>6248.95</b>	<b>8615.25</b>	<b>9145.99</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5,442.28	5,972.36	5,344.76	6,182.50	6,346.37	营业收入增长率	14.6%	1.6%	-20.6%	37.9%	6.2%
营业税费	128.31	163.35	116.60	58.09	61.67	营业利润增长率	-29.4%	-13.9%	-75.2%	513.6%	19.4%
销售费用	69.16	12.39	62.40	13.56	14.40	净利润增长率	-29.2%	-11.5%	-76.4%	519.0%	18.9%
管理费用	446.39	461.21	378.89	436.12	444.70	EBITDA 增长率	7.1%	-2.9%	-31.7%	82.7%	10.0%
财务费用	157.25	54.51	12.78	-37.36	-65.71	EBIT 增长率	-23.6%	-21.8%	-73.8%	479.5%	18.3%
资产减值损失	32.01	13.34	35.60	10.00	6.00	NOPLAT 增长率	-21.9%	-14.3%	-76.6%	479.5%	18.3%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	0.0%	7.2%	-3.8%	-17.0%	-5.2%
投资和汇兑收益	28.76	49.50	29.00	53.50	56.50	净资产增长率	4.3%	4.6%	1.2%	6.3%	7.1%
<b>营业利润</b>	<b>1,528.13</b>	<b>1,315.66</b>	<b>326.92</b>	<b>2,005.82</b>	<b>2,395.07</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	10.21	11.65	-3.56	12.99	12.99	毛利率	29.7%	24.1%	14.5%	28.2%	30.6%
<b>利润总额</b>	<b>1,538.34</b>	<b>1,327.31</b>	<b>323.35</b>	<b>2,018.81</b>	<b>2,408.06</b>	营业利润率	19.7%	16.7%	5.2%	23.3%	26.2%
减:所得税	376.41	270.70	80.84	504.70	602.02	净利润率	14.6%	12.7%	3.8%	16.9%	19.0%
<b>净利润</b>	<b>1,129.17</b>	<b>999.86</b>	<b>235.62</b>	<b>1,458.42</b>	<b>1,734.45</b>	EBITDA/营业收入	38.4%	36.7%	31.5%	41.8%	43.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EBIT/营业收入	21.4%	16.5%	5.4%	22.8%	25.5%
货币资金	2,283.56	1,230.95	1,724.61	5,283.95	7,043.71	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	710	976	1,147	767	660
应收账款	1,167.90	976.31	741.18	1,618.98	884.74	<b>流动营业资本周转天数</b>	-242	-308	-298	-212	-197
应收票据	25.66	18.13	35.25	37.19	31.45	流动资产周转天数	184	145	154	210	306
预付账款	15.27	10.17	20.54	9.98	21.63	应收账款周转天数	49	49	49	49	49
存货	61.34	65.99	84.88	70.43	87.53	存货周转天数	3	3	4	3	3
其他流动资产	235.26	229.23	210.18	224.89	221.43	总资产周转天数	1,152	1,191	1,398	1,042	1,026
可供出售金融资产	159.40	-	111.29	90.23	67.18	投资资本周转天数	657	670	857	558	464
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	220.32	263.35	263.35	263.35	263.35	ROE	7.2%	6.1%	1.4%	8.3%	9.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	4.2%	1.0%	5.7%	7.0%
固定资产	21,956.38	20,704.68	19,130.68	17,556.69	15,982.69	ROIC	9.0%	7.7%	1.7%	10.1%	14.4%
在建工程	66.86	338.59	338.59	338.59	338.59	<b>费用率</b>					
无形资产	550.14	498.82	442.24	385.66	329.09	销售费用率	0.9%	0.2%	1.0%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	322.87	670.85	420.22	465.23	517.24	管理费用率	5.8%	5.9%	6.1%	5.1%	4.9%
<b>资产总额</b>	<b>27,064.96</b>	<b>25,007.05</b>	<b>23,523.03</b>	<b>26,345.17</b>	<b>25,788.62</b>	财务费用率	2.0%	0.7%	0.2%	-0.4%	-0.7%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	8.7%	6.7%	7.3%	4.8%	4.3%
应付账款	413.55	6,535.31	1,835.93	2,992.63	2,847.58	<b>偿债能力</b>					
应付票据	5.00	-	15.94	6.70	5.96	资产负债率	41.8%	34.1%	29.1%	32.8%	26.4%
其他流动负债	9,353.48	501.74	4,037.09	4,708.06	3,037.34	负债权益比	71.9%	51.8%	41.1%	48.7%	36.0%
长期借款	650.00	600.00	-	-	-	流动比率	0.39	0.36	0.48	0.94	1.41
其他非流动负债	900.62	901.48	963.34	921.81	928.88	速动比率	0.38	0.35	0.46	0.93	1.39
<b>负债总额</b>	<b>11,322.65</b>	<b>8,538.54</b>	<b>6,852.29</b>	<b>8,629.20</b>	<b>6,819.76</b>	利息保障倍数	10.54	23.79	26.58	-52.69	-35.45
<b>少数股东权益</b>	<b>126.59</b>	<b>179.74</b>	<b>186.29</b>	<b>241.05</b>	<b>311.06</b>	<b>分红指标</b>					
股本	2,069.32	2,069.32	2,069.32	2,069.32	2,069.32	DPS(元)	0.17	0.15	0.04	0.22	0.26
留存收益	13,494.53	14,140.69	14,415.12	15,405.59	16,588.48	分红比率	31.2%	30.0%	30.8%	30.6%	30.5%
<b>股东权益</b>	<b>15,742.31</b>	<b>16,468.52</b>	<b>16,670.73</b>	<b>17,715.97</b>	<b>18,968.86</b>	股息收益率	1.0%	0.9%	0.2%	1.3%	1.5%
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	1,161.93	1,056.61	235.62	1,458.42	1,734.45	EPS(元)	0.55	0.48	0.11	0.70	0.84
加:折旧和摊销	1,323.25	1,597.71	1,630.57	1,630.57	1,630.57	BVPS(元)	7.55	7.87	7.97	8.44	9.02
资产减值准备	32.01	-13.34	-	-	-	PE(X)	30.99	35.00	148.51	23.99	20.17
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.24	2.15	2.12	2.00	1.88
财务费用	163.58	69.52	12.78	-37.36	-65.71	P/FCF	-523.62	-59.27	90.25	8.76	15.41
投资收益	-28.76	-49.50	-29.00	-53.50	-56.50	P/S	4.52	4.45	5.60	4.06	3.83
少数股东损益	32.76	56.75	6.90	55.69	71.60	EV/EBITDA	11.28	11.74	16.80	8.23	7.02
营运资金的变动	6,578.19	-8,246.71	-807.26	809.11	-1,051.38	CAGR(%)	9.2%	19.6%	-46.7%	9.2%	19.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3,119.31</b>	<b>3,012.70</b>	<b>1,049.61</b>	<b>3,862.94</b>	<b>2,263.03</b>	PEG	3.36	1.79	-3.18	2.60	1.03
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1,808.22</b>	<b>-1,058.62</b>	<b>-82.29</b>	<b>74.56</b>	<b>79.55</b>	ROIC/WACC	0.86	0.74	0.16	0.96	1.38
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-1,857.56</b>	<b>-2,999.57</b>	<b>-473.65</b>	<b>-378.15</b>	<b>-582.82</b>	REP	2.76	3.04	14.15	2.54	1.76

资料来源: 贝格数据, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。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送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438