

白云机场 (600004.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

营收增长叠加成本改善 Q2 扭亏为盈

业绩简评

2023年8月30日，白云机场发布2023年半年度报告。2023H1公司实现营业收入28.9亿元，同比增长42%；实现归母净利润1.6亿元，上年同期为-5.2亿元；其中Q2实现营业收入15.3亿元，同比增长93%；实现归母净利润1.1亿元，上年同期为-4.3亿元。

经营分析

2023H1 经营加速恢复，推动收入改善。2023H1公司生产经营活动逐步恢复，实现飞机起降架次21.56万架次、旅客吞吐量2893.67万人次、货邮吞吐量90.84万吨，分别同比增长62.90%、134.58%、-8.54%，分别恢复至2019年90%、81%、100%，带动公司航空性业务及非航业务收入增长。同时，公司深入挖掘航站楼非航业务资源价值，2023H1完成航站楼广告媒体、航站楼商铺多批次招商工作。2023H1公司营业收入同比增长42%，Q2营业收入增长93%。

毛利率大幅改善，费用率明显下降。公司不断加强成本管控，在营业收入增长的同时，2023Q1、Q2营业成本低于上年同期水平，公司毛利率明显改善。2023Q2毛利率为21.4%，同比增长78.4pct，仅较2019年低1.4pct。费用率方面，公司2023Q2期间费用率为10.9%，同比-7.4pct，其中销售费用率为2.2%，同比-0.6pct；管理费用率为5.6%，同比-5.2pct；研发费用率为1.4%，同比+0.5pct；财务费用率为1.7%，同比-2pct。毛利率与费用率均明显改善，2023Q2公司净利率为7.4%，创2020年以来单季度最高。

国际恢复政策频出，公司业绩恢复值得期待。2023年以来国际航线逐步恢复，最近一周国际航线航班量为2019年48%，地区航线航班量为2019年59%。8月10日文旅部再发通知宣布扩大出境团队业务国家规模至138个，第三批出境团队游国家名单包括美国、日本、韩国等热门目的地国家。依据公司免税补充协议，公司免税业务弹性将得以保留，且进境店协议延期至2029年，未来国际线复苏将带动免税租金收入恢复，公司业绩恢复值得期待。

盈利预测、估值与评级

维持2023-2025年净利5.4亿元、16.8亿元、18.8亿元。维持“买入”评级。

风险提示

需求恢复不及预期风险、免税提成率降低风险、扩建工程影响业绩风险、商务违约风险、限售股解禁风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

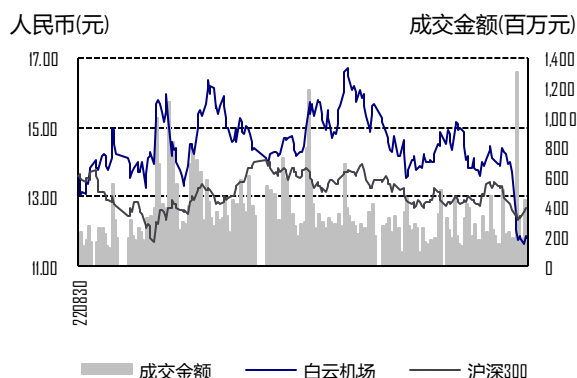
分析师：王凯婕 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.81 元

相关报告：

- 《白云机场公司点评：业务量持续修复 Q2 大幅扭亏为盈》，2023.7.14
- 《白云机场公司点评：业务量加速恢复 Q1 单季扭亏为盈》，2023.4.19
- 《Q3 毛利率逆势提升，环比大幅减亏-白云机场季报点评》，2022.10.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,180	3,971	6,552	8,513	9,066
营业收入增长率	-0.85%	-23.34%	65.01%	29.92%	6.50%
归母净利润(百万元)	-406	-1,071	540	1,680	1,879
归母净利润增长率	62.17%	N/A	N/A	211.23%	11.81%
摊薄每股收益(元)	-0.171	-0.453	0.228	0.710	0.794
每股经营性现金流净额	0.36	0.37	0.36	1.54	1.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	-2.22%	-6.23%	3.07%	8.96%	9.36%
P/E	-70.33	-33.16	51.69	16.61	14.85
P/B	1.56	2.07	1.59	1.49	1.39

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,225	5,180	3,971	6,552	8,513	9,066
增长率	-0.8%	-23.3%	65.0%	29.9%	6.5%	
主营业务成本	-5,285	-5,228	-4,929	-5,177	-5,465	-5,782
%销售收入	101.2%	100.9%	124.1%	79.0%	64.2%	63.8%
毛利	-60	-47	-958	1,376	3,048	3,284
%销售收入	n.a	n.a	n.a	21.0%	35.8%	36.2%
营业税金及附加	-87	-89	-100	-177	-221	-227
%销售收入	1.7%	1.7%	2.5%	2.7%	2.6%	2.5%
销售费用	-69	-76	-72	-131	-162	-163
%销售收入	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%	1.9%	1.8%
管理费用	-364	-341	-319	-373	-477	-499
%销售收入	7.0%	6.6%	8.0%	5.7%	5.6%	5.5%
研发费用	-33	-40	-46	-39	-47	-45
%销售收入	0.6%	0.8%	1.2%	0.6%	0.6%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	-613	-593	-1,495	655	2,141	2,350
%销售收入	n.a	n.a	n.a	10.0%	25.1%	25.9%
财务费用	115	-92	-112	-71	-52	-13
%销售收入	-2.2%	1.8%	2.8%	1.1%	0.6%	0.1%
资产减值损失	-19	-35	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	226	117	104	100	110	121
%税前利润	-152.0%	-22.0%	-7.2%	13.3%	4.8%	4.8%
营业利润	-175	-541	-1,449	754	2,276	2,542
营业利润率	n.a	n.a	n.a	11.5%	26.7%	28.0%
营业外收支	26	12	3	0	0	0
税前利润	-148	-530	-1,446	754	2,276	2,542
利润率	n.a	n.a	n.a	11.5%	26.7%	28.0%
所得税	-84	145	354	-188	-569	-636
所得税率	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-232	-385	-1,092	565	1,707	1,907
少数股东损益	18	20	-21	26	27	28
归属于母公司的净利润	-250	-406	-1,071	540	1,680	1,879
净利率	n.a	n.a	n.a	8.2%	19.7%	20.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-232	-385	-1,092	565	1,707	1,907
少数股东损益	18	20	-21	26	27	28
非现金支出	1,668	1,977	1,887	1,720	1,736	1,756
非经营收益	-145	-204	-349	34	-5	-16
营运资金变动	-1,326	-542	422	-1,457	206	217
经营活动现金净流	-35	845	869	862	3,643	3,863
资本开支	-1,351	-1,246	-862	-519	-516	-517
投资	170	0	0	0	0	0
其他	28	19	54	100	110	121
投资活动现金净流	-1,154	-1,228	-808	-419	-406	-396
股权募资	3,200	78	0	0	0	0
债权募资	-580	-20	1,000	-49	0	0
其他	-346	-427	-402	-267	-609	-668
筹资活动现金净流	2,273	-369	598	-316	-609	-668
现金净流量	1,085	-752	658	128	2,629	2,798

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,325	1,573	2,227	2,246	4,766	7,455
应收款项	1,168	1,308	952	1,864	2,422	2,579
存货	63	68	60	67	71	75
其他流动资产	355	414	246	238	25	26
流动资产	3,911	3,363	3,484	4,415	7,283	10,135
%总资产	14.9%	12.2%	12.9%	16.5%	25.6%	33.5%
长期投资	629	688	723	723	723	723
固定资产	20,844	20,087	19,262	18,334	17,369	16,365
%总资产	79.3%	72.9%	71.5%	68.6%	60.9%	54.1%
无形资产	441	385	347	331	317	303
非流动资产	22,387	24,182	23,456	22,326	21,216	20,098
%总资产	85.1%	87.8%	87.1%	83.5%	74.4%	66.5%
资产总计	26,298	27,545	26,941	26,741	28,499	30,233
短期借款	20	293	249	298	298	298
应付款项	5,882	5,470	5,337	5,748	6,163	6,505
其他流动负债	316	301	1,330	374	513	550
流动负债	6,218	6,065	6,916	6,420	6,974	7,354
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	617	2,879	2,616	2,509	2,510	2,521
负债	6,835	8,944	9,532	8,929	9,484	9,875
普通股股东权益	19,261	18,313	17,191	17,568	18,744	20,059
其中：股本	2,367	2,367	2,367	2,367	2,367	2,367
未分配利润	6,022	5,085	4,013	4,391	5,567	6,882
少数股东权益	202	288	218	244	271	299
负债股东权益合计	26,298	27,545	26,941	26,741	28,499	30,233

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	-0.106	-0.171	-0.453	0.228	0.710	0.794
每股净资产	8.138	7.738	7.263	7.423	7.920	8.476
每股经营现金净流	-0.015	0.357	0.367	0.364	1.539	1.632
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.068	0.213	0.238
回报率						
净资产收益率	-1.30%	-2.22%	-6.23%	3.07%	8.96%	9.36%
总资产收益率	-0.95%	-1.47%	-3.98%	2.02%	5.90%	6.21%
投入资本收益率	-4.91%	-2.28%	-6.39%	2.71%	8.31%	8.53%
增长率						
主营业务收入增长率	-33.61%	-0.85%	-23.34%	65.01%	29.92%	6.50%
EBIT增长率	N/A	-3.29%	152.26%	-143.81%	226.79%	9.76%
净利润增长率	-125.03%	62.17%	N/A	N/A	211.23%	11.81%
总资产增长率	5.16%	4.74%	-2.19%	-0.74%	6.57%	6.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.3	83.8	99.9	99.9	99.9	99.9
存货周转天数	4.4	4.6	4.8	4.8	4.8	4.8
应付账款周转天数	51.2	54.0	61.0	61.0	61.0	61.0
固定资产周转天数	1,438.9	1,366.8	1,714.3	987.3	718.5	634.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.84%	-6.88%	-11.36%	-10.94%	-23.50%	-35.15%
EBIT利息保障倍数	5.3	-6.5	-13.4	9.2	41.2	177.0
资产负债率	25.99%	32.47%	35.38%	33.39%	33.28%	32.66%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-31	买入	12.95	15.00~15.00
2	2022-08-31	买入	13.63	N/A
3	2022-10-30	买入	14.29	N/A
4	2023-04-19	买入	15.85	N/A
5	2023-07-14	买入	14.16	N/A

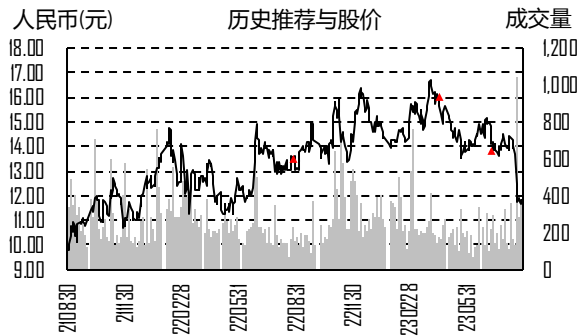
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806