

白云机场 (600004)

公司研究/点评报告

非航业务高增，疫情不改长期空间

—2019 年年报&2020 年一季报点评

点评报告/交通运输

2020 年 04 月 28 日

一、事件概述

2019 年，公司实现营收 79 亿元，同比增 1.6%，归母净利 10 亿元，同比降 11.5%，扣非净利 9.4 亿元，同比降 12.6%。2020 年一季度，公司实现营收 13 亿元，同比降 35%，归母净利-0.6 亿元，同比降 126%，扣非净利-1.9 亿元，同比降 180%。

二、分析与判断

➤ 产能逐步爬坡，免税业务量价齐升

公司 2019 年迎来 T2 投产的完整年度，业务量迎来较快增长，全年起降架次/旅客吞吐量/货邮吞吐量各增 3%/5%/2%。其中，公司国际+地区旅客吞吐量实现较快增长（1871 万人次/+8%），占比提升 26%/+1pct，叠加与中免集团在运营上的强强联合，公司机场免税店实现量价齐升，2019 年实现营收 19 亿元/+117%，客单价同比增 87%至 103 元，预计为公司贡献免税租金收入近 7 亿元，部分抵消民航发展基金返还取消及部分有税商户退租对收入的不利影响。单四季度看，公司业务量增速较 Q3 有所放缓，起降架次/旅客吞吐量/货邮吞吐量分别增 2%/5%/2%，但收入环比增加至 20.4 亿元，预计主要与 Q4 免税业务持续爬坡有关。

➤ 成本费用提前计提，4Q19 毛利率大幅提升

公司 Q4 毛利率 32.8%/+13.6% QoQ，归母净利约 4.2 亿元，环比 Q3 增加 3 亿元，主要因 Q4 营业成本环比 Q3 降 2.3 亿元至 13.7 亿，同时营业税金及附加环比减少 0.8 亿元。从原因看，公司 Q4 营业成本变动主要与 Q3 公司提前计提部分费用（薪资+在建工程完工进度）相关，平均来看 Q3、Q4 营业成本单季度为 14.8 亿元，与 Q1、Q2 营业成本平均 1.5 亿的营业成本相差不大。此外，公司今年营业税金占收入比重为 2.1%（+0.4pct），主要与免税租金收入占收入比重的增加有关。

➤ 免税租金仍有保底，定增储备长期发展实力

受疫情影响，公司一季度航班起降班次总量同比降 38%、旅客吞吐量同比降 54%。市场此前担心免税保底租金或受疫情影响下调，但考虑国旅在 1Q20 足额计提机场免税租金，我们认为公司保底租金下调概率较小。此外，公司向白云机场集团定增 32 亿元，定增价 10.9 元/股，我们预计募集资金除用于补充短期运营资金外，也将为白云机场远期扩建等相关工程提供支持，进一步增强其长期发展实力。

三、投资建议

短期疫情仍属一次性影响，中长期看白云机场免税业务仍具较大增长潜力，远期客单价若达到现有上海机场的一半水平，则整体免税销售规模仍有翻倍空间。预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.05、0.72、0.81 元，对应 2020-22 年 PE 估值各为 304X、19X、17X。若考虑定增对 EPS 摊薄，则 2020-2022 年公司 EPS 各为 0.04、0.63、0.71 元，对应 2020-22 年 PE 估值各为 347X、22X、20X，考虑公司 2021 年 PE 处于机场股估值体系区间下限附近，我们认为一旦未来疫情迎来拐点，公司有望迎接估值修复，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情、自然灾害等不可抗力；免税保底租金下调；有税商户退租超预期；诉讼事项进展不及预期。

推荐

维持评级

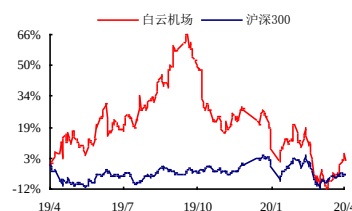
当前价格： 14.05 元

交易数据

2020-4-27

近 12 个月最高/最低(元)	23.5/12.45
总股本(百万股)	2,069
流通股本(百万股)	2,069
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	291
流通市值(亿元)	291

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证号： S0100519080001

电话： 021-60876718

邮箱： guximin@mszq.com

相关研究

1. 白云机场(600004):有税商业纠纷影响短期收入增速
2. 白云机场(600004):产能仍在持续释放，非航业务值得期待

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,870	6,628	8,930	9,331
增长率（%）	1.6%	-15.8%	34.7%	4.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	999	96	1,497	1,668
增长率（%）	-11.5%	-89.7%	1464.6%	11.4%
每股收益（元）	0.48	0.05	0.72	0.81
PE（现价）	29.3	303.9	19.4	17.4
PB	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,870	6,628	8,930	9,331
营业成本	5,972	6,073	6,177	6,302
营业税金及附加	163	139	188	196
销售费用	12	60	80	84
管理费用	461	395	523	550
研发费用	28	28	28	28
EBIT	1,261	(38)	1,962	2,199
财务费用	55	2	19	8
资产减值损失	13	0	0	0
投资收益	49	164	91	78
营业利润	1315	123	2,035	2,269
营业外收支	12	0	0	0
利润总额	1327	131	2,045	2,278
所得税	271	31	491	547
净利润	1056	99	1,554	1,731
归属于母公司净利润	999	96	1,497	1,668
EBITDA	2,858	1,637	3,757	4,108
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1231	1766	2671	4151
应收账款及票据	953	871	1188	1245
预付款项	10	15	14	13
存货	66	86	78	78
其他流动资产	229	229	229	229
流动资产合计	2489	3050	4268	5799
长期股权投资	263	263	263	263
固定资产	20704	21204	23204	25204
无形资产	499	603	735	758
非流动资产合计	22286	21529	21991	22237
资产合计	24775	24579	26259	28036
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	727	441	476	515
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	1271	975	1101	1146
长期借款	600	600	600	600
其他长期负债	479	479	479	479
非流动负债合计	1079	1079	1079	1079
负债合计	2350	2054	2180	2225
股本	2069	2069	2069	2069
少数股东权益	180	183	241	304
股东权益合计	22425	22525	24079	25810
负债和股东权益合计	24775	24579	26259	28036

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	1.6%	-15.8%	34.7%	4.5%
EBIT 增长率	-24.1%	-103.0%	-5261.8%	12.0%
净利润增长率	-15.9%	-89.7%	1464.6%	11.4%
盈利能力				
毛利率	24.1%	8.4%	30.8%	32.5%
净利润率	11.8%	1.4%	16.8%	17.9%
总资产收益率 ROA	3.7%	0.4%	5.7%	5.9%
净资产收益率 ROE	4.2%	0.4%	6.3%	6.5%
偿债能力				
流动比率	2.0	3.1	3.9	5.1
速动比率	1.9	3.0	3.8	5.0
现金比率	1.0	1.8	2.4	3.6
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	48.8	46.2	47.3	47.4
存货周转天数	3.9	5.2	4.6	4.5
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.0	0.7	0.8
每股净资产	10.8	10.8	11.5	12.3
每股经营现金流	1.5	0.6	1.5	1.7
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	29.3	303.9	19.4	17.4
PB	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.0	17.1	7.2	6.2
股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,057	99	1,554	1,731
折旧和摊销	1,584	1,675	1,795	1,910
营运资金变动	406	(320)	(186)	(7)
经营活动现金流	3,018	1,310	3,088	3,574
资本开支	1,062	910	2,247	2,145
投资	(9)	0	0	0
投资活动现金流	(1,059)	(747)	(2,156)	(2,067)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(2,570)	0	0	0
筹资活动现金流	(3,000)	(28)	(27)	(27)
现金净流量	(1,040)	535	906	1,480

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。