

白云机场 (600004)

Q2 国际线承压单季度亏损，长期看好枢纽机场价值

白云机场披露半年报

白云机场披露 2020 年中报，上半年实现营业收入 23.54 亿，同比下降 41.8%，实现归母净利润-1.68 亿，其中二季度营业收入 10.39 亿，同比下降 48.9%，实现归母净利润-1.05 亿。

二季度国际航线承压明显拖累航空主业营收，其他收入降幅有限

上半年公司起降架次同比下降 39.4%，旅客吞吐量同比下降 56.2%，由于一季度末民航局出台“五个一”政策，二季度国际航线客流量大幅下挫，公司国际线起降架次同比下降 67.8%，客流量下降 97.8%，且因机场国际航线收费标准高于国内线，国际线大幅减量明显拖累航空主业营收。

我们从公司分部收入中观察到公司上半年航空服务收入 19.42 亿，同比下降 39.6%，而考虑到起降费优惠，停场费免收政策及业务量下降等因素，我们测算航空性收入如起降费、旅客服务费等降幅应该接近 70%，减收绝对金额可能接近 10 亿，这或许说明免税租金、商业租金及其他计入航空服务收入的金额可能约在 3 亿元左右，明显低于业务量降幅。其他业务方面，广告收入同比有所增长，地勤服务收入同比下降 20%，地面运输服务、配餐服务各有超过 50% 的降幅。

成本降低主要为其他业务贡献，费用水平平稳业绩基本符合预期

公司上半年营业成本 24.7 亿，同比下降 18.75%，主要是细分业务中广告业务、地面运输业务等贡献，航空服务收入成本 23.85 亿，同比仅下降 6.2% 体现了机场成本刚性。费用方面，公司费用水平整体平稳，二季度单季亏损基本符合预期。

国际线至暗时点已过，集团呵护，业绩有望迅速恢复

目前国际线依然低迷，但民航局“五个一”政策已经有所松动，且集团通过提高公司旅客服务费分成比例、注入优质资产、给予上市公司三期扩建建设选择权等方式促进公司长期业绩提升。7 月公司国内航线起降架次同比仅降低 1%，预计 8 月有望实现正增长，航空性业务逐步恢复，随着疫苗有望于年底开始逐步投入使用，预计民航需求有望迅速复苏，拉动公司营收回暖，重回景气区间。

投资建议

虽然海外疫情短期影响超预期，但疫情的冲击毕竟是暂时的，预计 2021 年国内线完全恢复，2022 年国际航线基本恢复，相比于前次报告，自 1.2 亿、15.7 亿、18.9 亿分别下调 2020-2022 年盈利预测 28%、47%、14%至 0.85 亿、8.38 亿、16.33 亿。考虑到当前市场给予核心资产溢价，暂不考虑增发，维持“增持”评级及目标价 19.73 元。

风险提示：宏观经济下滑，疫情反复，免税销售不及预期，安全事故

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,746.82	7,869.94	5,921.78	7,943.16	9,453.26
增长率(%)	14.57	1.59	(24.75)	34.13	19.01
EBITDA(百万元)	2,971.59	2,885.41	1,698.94	2,781.16	3,886.48
净利润(百万元)	1,129.17	999.86	84.69	837.66	1,633.18
增长率(%)	(29.24)	(11.45)	(91.53)	889.12	94.97
EPS(元/股)	0.55	0.48	0.04	0.40	0.79
市盈率(P/E)	27.84	31.44	371.16	37.52	19.25
市净率(P/B)	2.01	1.93	1.93	1.86	1.75
市销率(P/S)	4.06	3.99	5.31	3.96	3.33
EV/EBITDA	6.50	12.13	17.67	10.69	7.62

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/机场
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	15.19 元
目标价格	19.73 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,069.32
流通 A 股股本(百万股)	2,069.32
A 股总市值(百万元)	31,432.98
流通 A 股市值(百万元)	31,432.98
每股净资产(元)	7.95
资产负债率(%)	34.94
一年内最高/最低(元)	23.69/12.27

作者

姜明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002
jiangming@tfzq.com

曾凡喆 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110001
zengfanzhe@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《白云机场-公司点评:机场集团成为扩建主体，或利好公司远期业绩提升》2020-07-16
- 2 《白云机场-季报点评:年报及一季报均超预期，疫情之下议价权提高韧性》2020-04-28
- 3 《白云机场-公司点评:资产腾挪、旅客服务费注入，业绩有望向上提振》2019-11-28



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,283.56	1,230.95	1,956.23	2,289.86	2,309.85
应收票据及应收账款	1,193.56	953.02	1,678.89	174.51	2,031.25
预付账款	15.27	10.17	21.50	8.90	23.22
存货	61.34	65.99	89.60	65.11	112.92
其他	235.26	270.65	279.32	269.29	308.93
流动资产合计	3,788.98	2,530.77	4,025.55	2,807.68	4,786.17
长期股权投资	220.32	263.35	273.35	283.35	293.35
固定资产	21,956.38	20,704.68	19,425.26	18,128.29	16,701.40
在建工程	66.86	338.59	510.87	648.70	2,105.72
无形资产	550.14	498.82	503.08	503.18	499.11
其他	482.27	670.85	420.23	465.24	517.24
非流动资产合计	23,275.98	22,476.28	21,132.79	20,028.76	20,116.83
资产总计	27,064.96	25,007.05	25,158.34	22,836.44	24,903.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	418.55	727.26	1,416.25	36.23	1,719.19
其他	9,353.48	6,309.80	5,726.19	4,204.57	3,369.84
流动负债合计	9,772.03	7,037.06	7,142.44	4,240.80	5,089.03
长期借款	650.00	600.00	600.00	600.00	600.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	900.62	901.48	963.34	921.81	928.88
非流动负债合计	1,550.62	1,501.48	1,563.34	1,521.81	1,528.88
负债合计	11,322.65	8,538.54	8,705.78	5,762.62	6,617.91
少数股东权益	126.59	179.74	183.27	218.17	286.22
股本	2,069.32	2,069.32	2,069.32	2,069.32	2,069.32
资本公积	6,676.76	6,676.76	6,676.76	6,676.76	6,676.76
留存收益	13,494.53	14,140.69	14,199.97	14,786.33	15,929.55
其他	(6,624.89)	(6,597.99)	(6,676.76)	(6,676.76)	(6,676.76)
股东权益合计	15,742.31	16,468.52	16,452.56	17,073.82	18,285.10
负债和股东权益总计	27,064.96	25,007.05	25,158.34	22,836.44	24,903.00

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,161.93	1,056.61	84.69	837.66	1,633.18
折旧摊销	1,323.25	1,597.71	1,552.87	1,609.05	1,623.94
财务费用	163.58	69.52	34.00	34.00	34.00
投资损失	(28.76)	(49.50)	(179.57)	(31.27)	(30.00)
营运资金变动	367.16	(2,020.76)	(531.63)	(1,490.01)	(1,059.66)
其它	132.16	2,359.11	3.53	34.90	68.05
经营活动现金流	3,119.31	3,012.70	963.89	994.33	2,269.50
资本支出	6,370.54	599.49	398.14	501.53	1,652.94
长期投资	20.96	43.02	10.00	10.00	10.00
其他	(8,199.72)	(1,701.14)	(688.57)	(940.26)	(3,292.94)
投资活动现金流	(1,808.22)	(1,058.62)	(280.43)	(428.73)	(1,630.00)
债权融资	1,170.00	600.00	780.00	833.33	737.78
股权融资	(169.88)	(19.29)	(104.45)	(25.68)	(25.68)
其他	(2,857.67)	(3,580.28)	(633.72)	(1,039.62)	(1,331.60)
筹资活动现金流	(1,857.56)	(2,999.57)	41.83	(231.96)	(619.51)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(546.47)	(1,045.49)	725.28	333.63	19.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,746.82	7,869.94	5,921.78	7,943.16	9,453.26
营业成本	5,442.28	5,972.36	5,511.87	6,158.78	6,449.18
营业税金及附加	128.31	163.35	94.75	127.09	151.25
营业费用	69.16	12.39	11.84	15.89	18.91
管理费用	446.39	461.21	296.09	452.76	548.29
研发费用	31.05	27.72	20.73	27.80	33.09
财务费用	157.25	54.51	34.00	34.00	34.00
资产减值损失	32.01	13.34	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	28.76	49.50	179.57	31.27	30.00
其他	(116.52)	(200.10)	(359.14)	(62.54)	(60.00)
营业利润	1,528.13	1,315.66	112.07	1,138.11	2,228.54
营业外收入	12.61	14.59	10.00	16.00	15.91
营业外支出	2.40	2.94	6.00	6.00	6.00
利润总额	1,538.34	1,327.31	116.07	1,148.11	2,238.45
所得税	376.41	270.70	27.86	275.55	537.23
净利润	1,161.93	1,056.61	88.22	872.56	1,701.22
少数股东损益	32.76	56.75	3.53	34.90	68.05
归属于母公司净利润	1,129.17	999.86	84.69	837.66	1,633.18
每股收益（元）	0.55	0.48	0.04	0.40	0.79

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	14.57%	1.59%	-24.75%	34.13%	19.01%
营业利润	-29.41%	-13.90%	-91.48%	915.50%	95.81%
归属于母公司净利润	-29.24%	-11.45%	-91.53%	889.12%	94.97%
获利能力					
毛利率	29.75%	24.11%	6.92%	22.46%	31.78%
净利率	14.58%	12.70%	1.43%	10.55%	17.28%
ROE	7.23%	6.14%	0.52%	4.97%	9.07%
ROIC	9.00%	7.71%	0.73%	6.00%	11.35%
偿债能力					
资产负债率	41.84%	34.14%	34.60%	25.23%	26.57%
净负债率	-7.07%	-3.83%	-7.15%	-8.53%	-8.60%
流动比率	0.39	0.36	0.56	0.66	0.94
速动比率	0.38	0.35	0.55	0.65	0.92
营运能力					
应收账款周转率	7.47	7.33	4.50	8.57	8.57
存货周转率	110.28	123.61	76.12	102.68	106.19
总资产周转率	0.31	0.30	0.24	0.33	0.40
每股指标（元）					
每股收益	0.55	0.48	0.04	0.40	0.79
每股经营现金流	1.51	1.46	0.47	0.48	1.10
每股净资产	7.55	7.87	7.86	8.15	8.70
估值比率					
市盈率	27.84	31.44	371.16	37.52	19.25
市净率	2.01	1.93	1.93	1.86	1.75
EV/EBITDA	6.50	12.13	17.67	10.69	7.62
EV/EBIT	11.66	26.98	205.51	25.36	13.10

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com