

白云机场 (600004.SH)

大湾区核心机场，业绩改善可期

白云机场：三大门户复合型枢纽机场之一。白云机场是珠三角世界级机场群及粤港澳大湾区的核心机场，拥有三条跑道，两座航站楼，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，2019年旅客吞吐量位列全国第3，全球第11；2020年旅客吞吐量攀升至全球第1。疫情前公司营收保持连续19年增长，2000-2019年CAGR~12.9%；三大冲击（在建工程转固、取消机建费返还、新冠疫情爆发）导致净利润自2018年起下降，伴随需求复苏，公司业绩有望触底反弹。

区域机场群内产能优势突出，静待突出重围。白云机场的竞争者为香港机场和深圳机场。香港机场因航权开放及历史发展，国际航线竞争力强，但面临产能瓶颈；深圳机场缺乏强有力的主基地航司；此外香港和深圳在空域方面存在冲突，在建的三跑道或存在效率不足的情况。反观白云机场，目前产能尚未饱和，规划产能最高，且有能力承接香港机场的溢出国际客流，19年旅客吞吐量已反超香港机场，竞争格局有望改善。

政策和区位优势明显，主基地航司助力国际枢纽建设。国务院确立了白云机场大型国际航空枢纽的战略地位，公司有望在国际航权分配、空域使用、航线安排、产能扩张等方面获得政策支持；广州经济发达，处于欧洲至大洋洲航空市场的中心，具备发展国际枢纽的条件。2009年起主基地航司南航把澳洲作为突破口，逐步新开和加密了一系列广州至澳洲的航线航班，7年间广州-澳新的旅客量实现了10倍的高速增长，2012年南航正式推出“广州之路”理念，相继新开了多条欧洲、北美和东南亚航线，进一步加强了白云机场的国际枢纽地位。

非航业务存较大提升空间，成本端相对可控。驱动业绩增长的因素包括：①国际旅客占比提升，航空性收入及航空延伸性收入结构有望得到优化；②免税业务处在起步阶段，人均免税消费额仅为首都机场、上海机场的1/4~1/3，成长空间大；③非航业务中的商业餐饮、广告业务招商落地，保障稳定收入来源；④白云机场产能充裕，有望支撑未来3~5年的业务增长，成本端相对可控。

投资建议。我们长期看好中国机场行业发展，白云机场是我国三大门户复合型枢纽机场之一，竞争优势明显，成长空间广阔。我们预计白云机场2020-2022年分别实现归母净利润-2.81亿元/4.60亿元/12.65亿元，同比分别-128.1%/+263.8%/+174.9%。我们给予公司2021年目标价人民币17元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情恢复不及预期，免税业务不及预期，扩建工程或影响未来年度业绩，商业违约风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,747	7,870	5,647	7,266	8,934
增长率 yoy (%)	14.6	1.6	-28.3	28.7	23.0
归母净利润(百万元)	1,129	1,000	-281	460	1,265
增长率 yoy (%)	-29.2	-11.5	-128.1	263.8	174.9
EPS最新摊薄(元/股)	0.48	0.42	-0.12	0.19	0.53
净资产收益率(%)	7.4	6.4	-1.5	2.5	6.5
P/E(倍)	29.4	33.2	-118.3	72.2	26.3
P/B(倍)	2.1	2.0	1.7	1.7	1.6

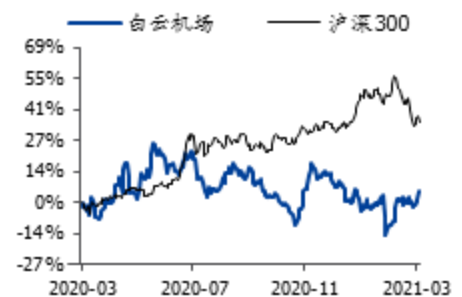
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	机场
最新收盘价	14.04
总市值(百万元)	33,228.72
总股本(百万股)	2,366.72
其中自由流通股(%)	87.43
30日日均成交量(百万股)	15.18

股价走势



作者

分析师 张俊

执业证书编号：S0680518010004

邮箱：zhangjun1@gszq.com

研究助理 王凯婕

邮箱：wangkaijie@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3789	2531	5819	6575	8009
现金	2284	1231	3583	4772	6380
应收票据及应收账款	1194	953	1870	1453	1276
其他应收款	62	42	42	42	42
预付账款	15	10	18	14	14
存货	61	66	77	64	68
其他流动资产	173	229	229	229	229
非流动资产	23276	22476	22088	21479	20898
长期投资	220	263	463	463	463
固定资产	21956	20705	19476	18295	17167
无形资产	550	499	487	471	453
其他非流动资产	549	1009	1662	2249	2815
资产总计	27065	25007	27907	28053	28907
流动负债	9772	7037	7197	7018	6980
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	419	727	793	665	615
其他流动负债	9353	6310	6404	6353	6365
非流动负债	1551	1501	1351	1351	1351
长期借款	650	600	450	450	450
其他非流动负债	901	901	901	901	901
负债合计	11323	8539	8548	8370	8332
少数股东权益	127	180	180	180	180
股本	2069	2069	2367	2367	2367
资本公积	6677	6677	9567	9567	9567
留存收益	6870	7543	7246	7570	8462
归属母公司股东权益	15616	16289	19179	19504	20395
负债和股东权益	27065	25007	27907	28053	28907

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3119	3013	341	2354	3096
净利润	1162	1057	-297	486	1337
折旧摊销	1323	1598	1604	1627	1653
财务费用	157	55	10	-14	-29
投资损失	-29	-49	-200	0	0
营运资金变动	497	406	-776	255	135
其他经营现金流	9	-53	0	0	0
投资活动现金流	-1808	-1059	-1016	-1017	-1072
资本支出	1816	1063	1016	1017	1072
长期投资	0	-9	0	0	0
其他投资现金流	8	-5	0	0	0
筹资活动现金流	-1858	-3000	3028	-148	-416
短期借款	-1400	0	0	0	0
长期借款	-300	-50	-150	0	0
普通股增加	0	0	297	0	0
资本公积增加	0	0	2890	0	0
其他筹资现金流	-158	-2950	-10	-148	-416
现金净增加额	-546	-1044	2352	1189	1608

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7747	7870	5647	7266	8934
营业成本	5442	5972	5702	5986	6458
营业税金及附加	128	163	117	151	185
营业费用	69	12	90	44	18
管理费用	446	461	395	436	518
研发费用	31	28	21	27	34
财务费用	157	55	10	-14	-29
资产减值损失	32	-19	0	0	0
其他收益	57	70	100	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	49	200	0	0
资产处置收益	2	-1	0	0	0
营业利润	1528	1316	-389	637	1751
营业外收入	13	15	0	0	0
营业外支出	2	3	0	0	0
利润总额	1538	1327	-389	637	1751
所得税	376	271	-92	151	414
净利润	1162	1057	-297	486	1337
少数股东损益	33	57	-16	26	72
归属母公司净利润	1129	1000	-281	460	1265
EBITDA	3019	2980	1225	2249	3374
EPS (元/股)	0.48	0.42	-0.12	0.19	0.53

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	14.6	1.6	-28.3	28.7	23.0
营业利润 (%)	-29.4	-13.9	-129.6	263.8	174.9
归属母公司净利润 (%)	-29.2	-11.5	-128.1	263.8	174.9
获利能力					
毛利率 (%)	29.7	24.1	-1.0	17.6	27.7
净利率 (%)	14.6	12.7	-5.0	6.3	14.2
ROE (%)	7.4	6.4	-1.5	2.5	6.5
ROIC (%)	7.6	6.5	-1.5	2.4	6.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.8	34.1	30.6	29.8	28.8
净负债比率 (%)	-7.1	-3.9	-16.3	-22.2	-29.1
流动比率	0.4	0.4	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.4	0.4	0.8	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	7.5	7.3	4.0	5.0	7.0
应付账款周转率	15.8	10.4	7.5	9.0	10.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.48	0.42	-0.12	0.19	0.53
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.32	1.27	0.14	0.99	1.31
每股净资产 (最新摊薄)	6.60	6.88	8.10	8.24	8.62
估值比率					
P/E	29.4	33.2	-118.3	72.2	26.3
P/B	2.1	2.0	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	11.1	11.3	27.4	14.9	9.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、白云机场：三大门户复合型枢纽机场之一.....	6
1.1 白云机场的运营机构，二十年见证成长.....	6
1.2 疫情前旅客吞吐量连续 16 年增长，2020 年排名全国第一.....	7
1.3 非航业务收入首超航空服务，三大冲击致业绩触底.....	10
二、竞争优势显著，静待突出重围.....	12
2.1 区域机场群内产能优势突出，竞争格局有望改善.....	12
2.2 政策及区位优势明显，发达的腹地经济支撑航空需求.....	17
2.3 主基地航司实力强大，合作多年共建国际枢纽.....	20
三、非航业务存较大提升空间，中期成本端相对可控.....	23
3.1 国际旅客占比提升优化收入结构.....	24
3.2 经营模式大改，非航业务或驱动业绩爆发.....	26
3.3 中期成本端相对可控，利润率有望回升.....	30
四、盈利预测与估值.....	32
4.1 盈利预测.....	32
4.2 估值分析.....	34
风险提示.....	35

图表目录

图表 1: 白云机场发展里程碑.....	6
图表 2: 白云机场通航点及航线（截止 2020 年上半年）.....	6
图表 3: 公司股权结构.....	7
图表 4: 白云机场航站区及飞行区主要设施.....	7
图表 5: 白云机场航站区及飞行区主要设施俯瞰图.....	8
图表 6: 2000 年至 2020 年白云机场旅客吞吐量及增速.....	8
图表 7: 2019 年按旅客吞吐量排名的全球前十五大机场.....	9
图表 8: 2020 年三大枢纽机场旅客吞吐量月度同比变化.....	9
图表 9: 2019-2020 年三大枢纽机场旅客吞吐量及增速（万人次，%）.....	9
图表 10: 2000 年至 2020 年 1-9 月白云机场营业收入及增速（百万元）.....	10
图表 11: 2015-2019 年航空业务及非航业务收入及增速（亿元，%）.....	10
图表 12: 2015-2019 年航空业务及非航业务收入占比.....	10
图表 13: 2000 年至 2020 年 1-9 月公司归母净利润及增速.....	11
图表 14: 2010 年至 2020 年 1-9 月公司期间费用率.....	11
图表 15: 2010 年至 2020 年 1-9 月公司毛利率与净利率.....	11
图表 16: 珠三角地区主要机场分布.....	12
图表 17: 2010-2019 年珠三角地区主要机场旅客吞吐量（亿人次）.....	13
图表 18: 2019 年珠三角地区机场旅客吞吐量占比（按机场）.....	13
图表 19: 2010-2019 年白云机场、香港机场、深圳机场旅客吞吐量（万人次）.....	13
图表 20: 白云机场国内出发时刻占比（20 冬春航季）.....	14
图表 21: 香港机场时刻占比.....	14
图表 22: 深圳机场国内出发时刻占（20 冬春航季）.....	14
图表 23: 2020 年南航、国泰和深航的机队构成（架）.....	14
图表 24: 白云机场、香港机场、深圳机场的航点数量（个）.....	14

图表 25: 2019年白云机场、深圳机场国际及地区旅客吞吐量及占比	14
图表 26: 白云机场、香港机场和深圳机场产能及经营数据对比	15
图表 27: 白云机场、香港机场和深圳机场产能利用率(旅客吞吐量)	15
图表 28: 白云机场、香港机场和深圳机场产能利用率(起降架次)	15
图表 29: 白云机场、香港机场和深圳机场未来产能规划	15
图表 30: 2010-2019年香港机场起降架次及同比增速	16
图表 31: 深圳机场、香港机场、澳门机场的跑道方向示意图	16
图表 32: 国家对白云机场的定位	17
图表 33: 机场分类目录	18
图表 34: 广州位于欧洲至大洋洲航空市场的中心	18
图表 35: 2010-2019年中转旅客人次及占比	19
图表 36: 2010年白云机场中转旅客人次(按方式)	19
图表 37: 2010-2019年中国人均乘机次数与人均GDP高度正相关	19
图表 38: 2019年各国人均乘机次数及GDP比较	20
图表 39: 2010-2019年珠三角GDP及增速(万亿元)	20
图表 40: 2019年珠三角GDP占全国的比例	20
图表 41: 20冬春航季白云机场国内出发航班占比	21
图表 42: 19冬春航季白云机场国际及港澳台地区出发航班占比	21
图表 43: 19冬春航季广州往返澳大利亚航班情况	21
图表 44: 19冬春航季广州往返新西兰航班情况	22
图表 45: 2009-2016年“广州-澳新”航线运力投放与旅客运输量	22
图表 46: 2009-2016年“广州-澳新”航线中转旅客及第六航权旅客人次	22
图表 47: 2011年至2016年南方航空新开及加密欧洲、北美洲、东南亚等国际航班情况	22
图表 48: 机场行业服务分类	23
图表 49: 白云机场分业务毛利率	23
图表 50: 上海机场(集团)分业务毛利率	23
图表 51: 内地航空公司航空服务业务收费标准	24
图表 52: 白云机场国内及国际/地区旅客吞吐量增速	24
图表 53: 白云机场国际及地区旅客吞吐量占比变化	24
图表 54: 三大门户枢纽机场国际及地区旅客吞吐量及占比(万人次, %)	25
图表 55: 白云机场旅客吞吐量规划(万人次)	25
图表 56: 白云机场国际旅客吞吐量规划(万人次)	25
图表 57: 2017年以来公司主要非航业务及外包合作方	26
图表 58: 全球免税消费渠道结构(2018年)	26
图表 59: 2019年上海机场收入拆分(百万元)	26
图表 60: 白云机场免税业务合同	27
图表 61: 白云机场T1&T2进境, T2出境免税保底收入(亿元)	27
图表 62: 白云机场免税面积(平方米)	27
图表 63: 部分热销香化产品价格横向比较(比价日期: 2021年2月22日)	28
图表 64: 2019年白云机场免税经营权收入测算	28
图表 65: 白云机场与首都机场、上海机场(集团)人均免税消费对比(元)	29
图表 66: 枢纽机场扣点率情况对比	29
图表 67: 白云机场免税业务收入测算	29
图表 68: 白云机场广告业务合同	30
图表 69: 白云机场T2及GTC广告业务保底收入(亿元)	30
图表 70: 白云机场T1广告业务保底收入(亿元)	30
图表 71: 机场盈利逻辑	31

图表 72: 首都机场净利润及同比增速 (亿元, %)	31
图表 73: 上海机场净利润及同比增速 (亿元, %)	31
图表 74: 首都机场折旧和摊销 (亿元)	32
图表 75: 上海机场固定资产折旧 (亿元)	32
图表 76: 白云机场固定资产及折旧 (亿元)	32
图表 77: 白云机场关键数据假设	33
图表 78: 白云机场收入预测 (百万元)	33
图表 79: 白云机场各项财务指标假设	33
图表 80: 自由现金流预测 (百万元)	34
图表 81: 现金流折现模型假设及输出结果	34

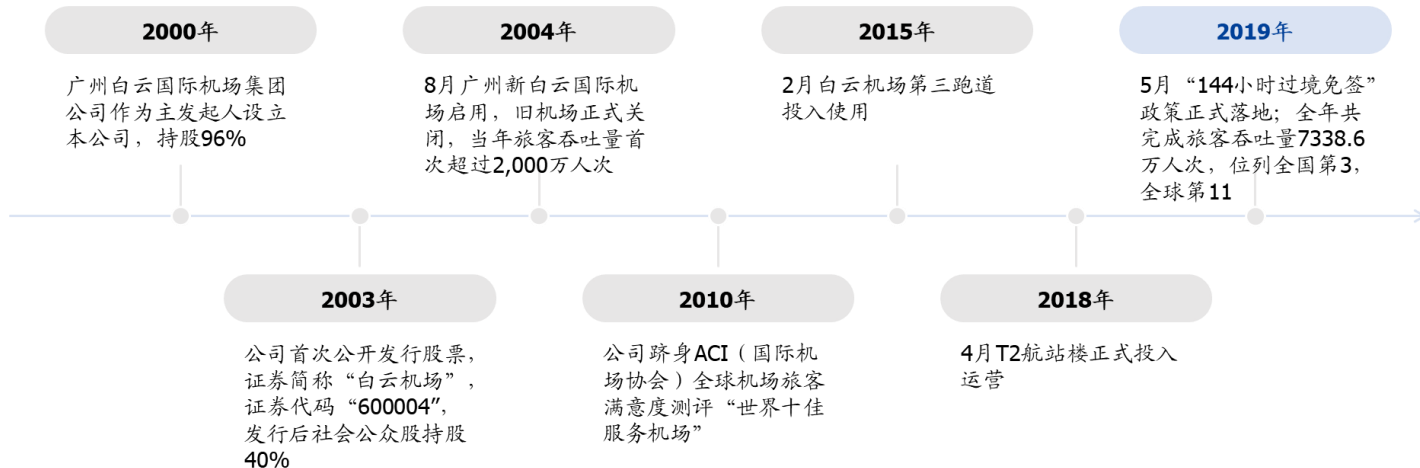
一、白云机场：三大门户复合型枢纽机场之一

1.1 白云机场的运营机构，二十年见证成长

广州白云国际机场股份有限公司（以下简称“公司”，股票代码：600004.SH）成立于2000年，是白云机场的管理和运营机构，于2003年在上交所主板上市。白云机场的前身是1932年始建的旧白云机场；新白云机场于2000年动工，2004年8月完成转场，2015年2月第三跑道投入运营，2018年5月T2航站楼投入运营。

白云机场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，是亚洲乃至世界最为繁忙的机场之一。2019年公司完成旅客吞吐量7338.6万人次，位列全国第3，全球第11；由于疫情控制良好，2020年白云机场旅客吞吐量位列全球第1。

图表 1: 白云机场发展里程碑



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

凭借得天独厚的地理位置及海陆空层次分明的交通体系，白云机场具有覆盖东南亚、连接欧美澳，辐射内地各主要城市的天然网络优势。航线方面，受疫情影响，部分国际及地区通航点及航线关闭，截至2020年上半年，公司共开通**国内外通航点 209 个，航线 424 条**，有 82 家航空公司在此运营。

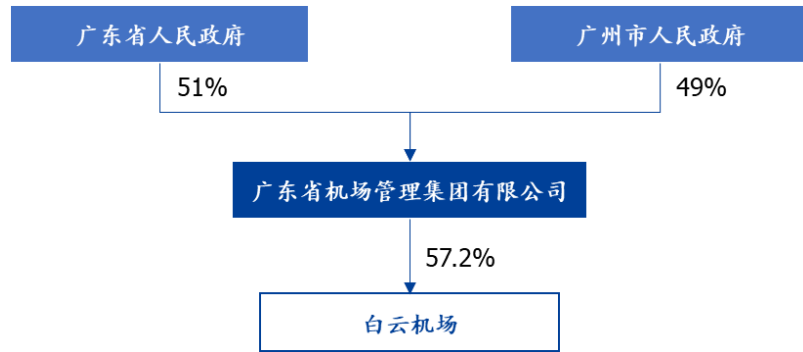
图表 2: 白云机场通航点及航线（截止 2020 年上半年）

分类	通航点（个）	航线（条）	主要通航城市
国内	133	297	北京、上海、成都、杭州、重庆、南京、西安、昆明、海口、郑州、天津、宁波等
国际及地区	76	127	曼谷、新加坡、吉隆坡、首尔、马尼拉、金边、迪拜、东京、胡志明、巴厘岛、河内、悉尼、大阪、墨尔本、洛杉矶等
合计	209	424	

资料来源：wind，国盛证券研究所注：表中通航点和航线包含疫情期间临时“客改货”航班及货运包机

2004年2月，公司控股股东广州白云国际机场集团变更组建为广东省机场管理集团，公司的实际控制人由中国民用航空总局变更为广东省人民政府。截至2020年11月4日，控股股东广东省机场管理集团有限公司持有公司57.2%的股份，公司实际控制人为广东省人民政府。

图表 3: 公司股权结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 疫情前旅客吞吐量连续 16 年增长，2020 年排名全国第一

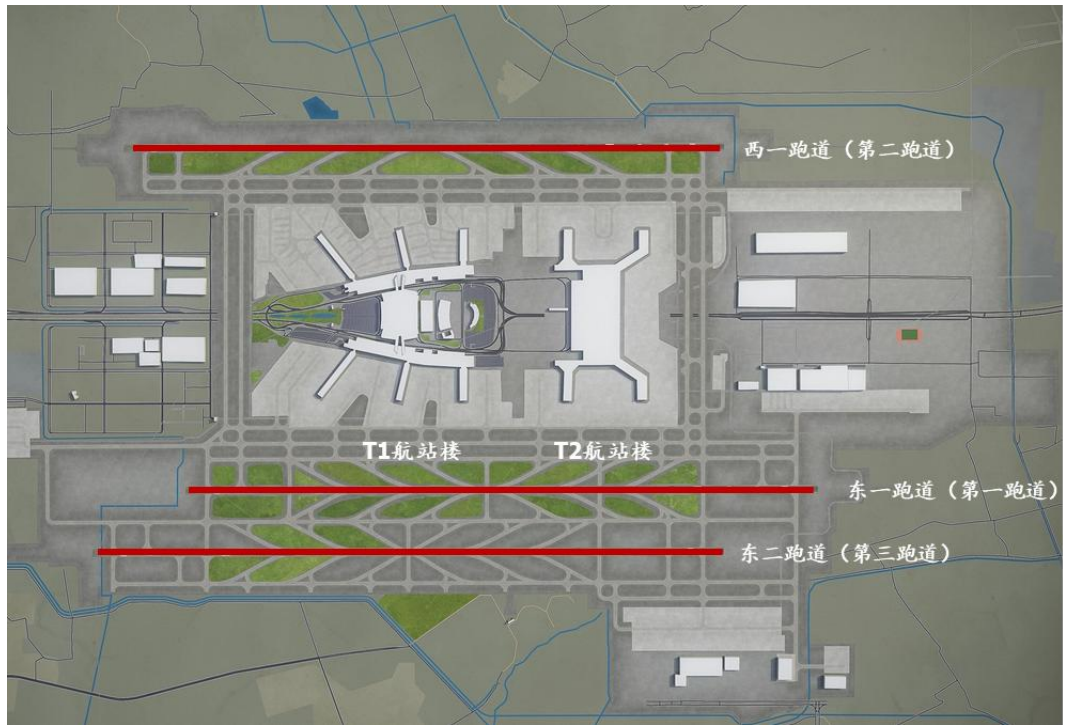
白云机场拥有三条跑道，两座航站楼，飞行区等级为 4F 标准，可满足 A380 等大型宽体机的起降及停放需要，以及年起降 **62 万架次**、**8000 万旅客量**和 **250 万吨货邮量**的运营需求，高峰小时容量提升为 76+2 架次，仅次于首都机场和浦东机场。

图表 4: 白云机场航站区及飞行区主要设施

功能区	主要设施	简介
第一航站区	T1 航站楼	包括主楼、东西连廊、东西连接楼和六个指廊，建筑面积约为 51 万平方米
	T2 航站楼	包括主楼、东西两侧各两条指廊，建筑面积约为 62 万平方米
东飞行区	东一跑道（第一跑道）	3800 米 × 60 米，于 2004 年建成通航，飞行区指标为 4F
	东二跑道（第三跑道）	3800 米 × 60 米，于 2015 年建成通航，飞行区指标为 4F
西飞行区	西一跑道（第二跑道）	3800 米 × 45 米，于 2004 年建成通航，飞行区指标为 4E

资料来源：民航机场规划设计研究总院，国盛证券研究所

图表 5: 白云机场航站区及飞行区主要设施俯瞰图

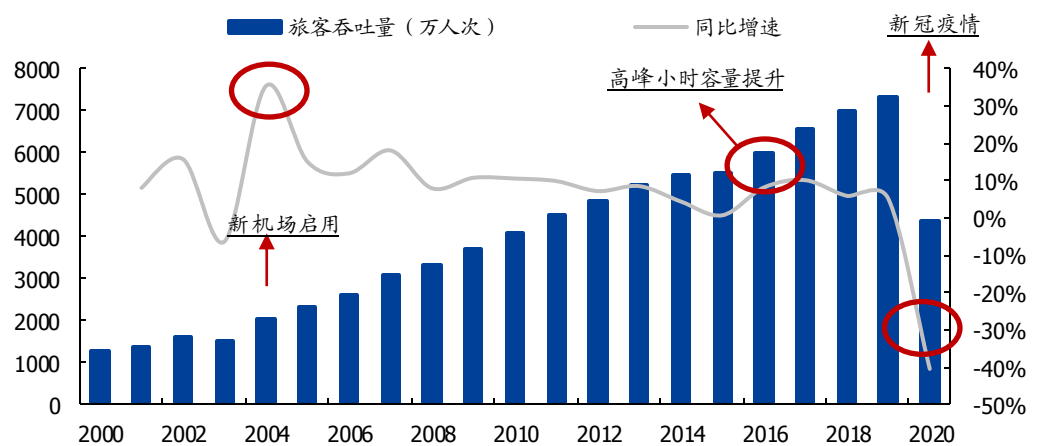


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

白云机场经营数据保持连续 **16** 年增长。旅客吞吐量从 2003 年的 1,501 万人次增长至 2019 年的 7,339 万人次, 2003-2019 年 CAGR 为 10.4%。

其中 2004 年新机场启用后, 旅客吞吐量同比大幅增长 35%; 2016 年 3 月民航局批准白云机场的高峰小时容量由 65 架次提高到 71 架次, 旅客吞吐量增速回升。2020 年受新冠疫情影响, 旅客吞吐量同比下降 40.4% 至 4,377 万人次。

图表 6: 2000 年至 2020 年白云机场旅客吞吐量及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2019年，白云机场的旅客吞吐量排名全球第11，排名提升2位，国内排名仅次于北京首都机场及上海浦东机场，超过香港国际机场。自2020年3月起，相较于浦东机场及首都机场，白云机场经营数据恢复较快，2020年完成旅客吞吐量4377万人次，高于首都机场的3451万人次和浦东机场的3048万人次。

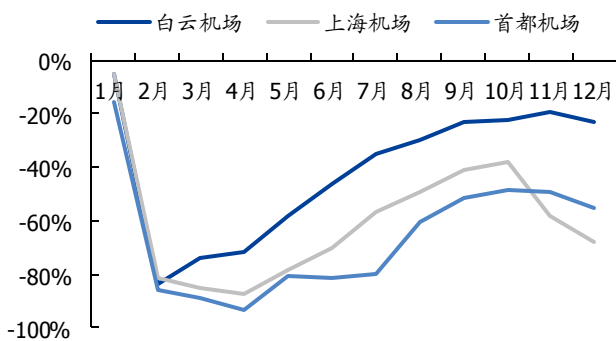
据2019年度全球客运前20名机场已公布的数据，就2020年机场旅客吞吐量表现，白云机场的旅客吞吐量目前高过世界范围内其它机场。在全球爆发疫情的特殊情况下，**白云机场2020年旅客吞吐量在全球机场排名中位居第一。**

图表7: 2019年按旅客吞吐量排名的全球前十五大机场

排名	机场	19年旅客吞吐量(万人次)	排名变化
1	亚特兰大国际机场	11,053	→
2	北京首都国际机场	10,001	→
3	洛杉矶国际机场	8,807	↑ 1
4	迪拜国际机场	8,640	↓ 1
5	东京羽田机场	8,551	→
6	芝加哥奥黑尔国际机场	8,465	→
7	伦敦希斯罗国际机场	8,089	→
8	上海浦东国际机场	7,615	↑ 1
9	巴黎戴高乐国际机场	7,615	↑ 1
10	达拉斯沃思堡国际机场	7,507	↑ 5
11	广州白云国际机场	7,339	↑ 2
12	阿姆斯特丹国际机场	7,171	↓ 1
13	香港国际机场	7,142	↓ 5
14	首尔仁川国际机场	7,120	↑ 3
15	法兰克福国际机场	7,056	↓ 1

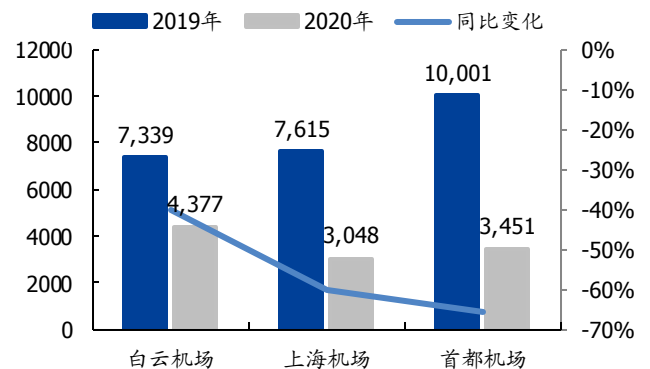
资料来源: ACI, 国盛证券研究所

图表8: 2020年三大枢纽机场旅客吞吐量月度同比变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表9: 2019-2020年三大枢纽机场旅客吞吐量及增速(万人次, %)



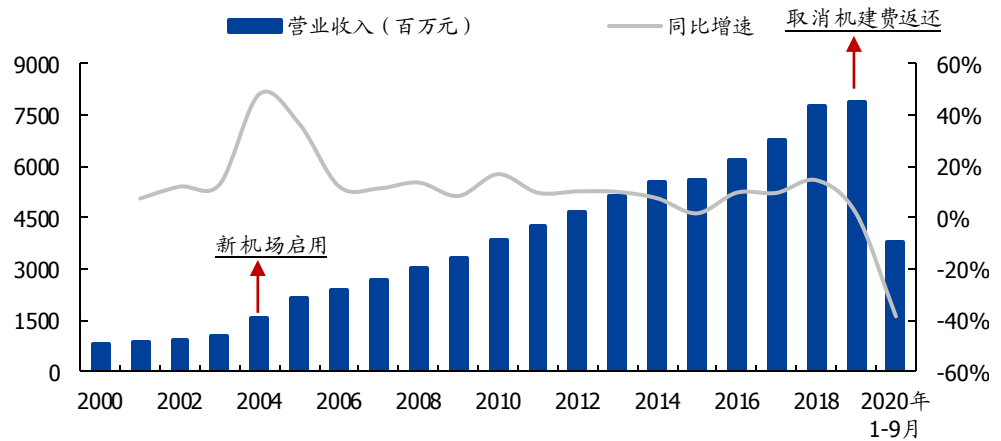
资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.3 非航业务收入首超航空服务，三大冲击致业绩触底

白云机场营收连续 19 年保持增长。伴随着业务量的增长，白云机场的营业收入从 2000 年的 7.8 亿元增长至 2019 年的 78.7 亿元，2000-2019 年 CAGR 达 12.9%。

其中，2004 年新机场启用，营收同比增长 48%；2019 年因取消机建费返还，营收增速下滑至 2%；2020 年 1-9 月，受新冠疫情影响，公司营业收入为 37.6 亿元，同比下降 39%。

图表 10: 2000 年至 2020 年 1-9 月白云机场营业收入及增速 (百万元)

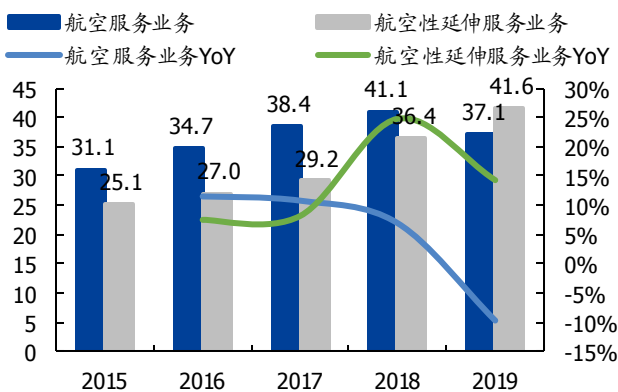


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司的主营业务分为航空服务业务和航空性延伸服务业务，**航空服务业务**包括飞机起降与停场服务、旅客综合服务、安全检查服务以及航空地面服务；**航空性延伸服务业务**包括货邮代理服务、地面运输服务、广告服务、航站楼商业服务等，又被称为“非航业务”。

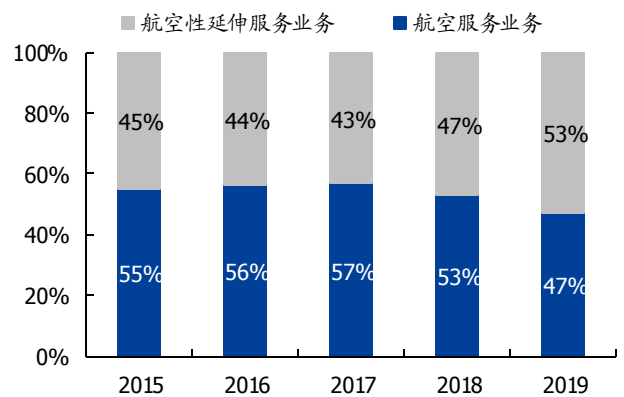
公司航空性延伸服务收入首次超过航空服务收入。T2 启用后，公司将部分非航业务外包给专业机构运营，2018 年起非航业务增速显著高于航空服务业务。2019 年公司来自航空服务业务的收入为 37.1 亿元，占比 47.1%，来自航空性延伸业务的收入为 41.6 亿元，占比 52.9%，规模和占比首次超过航空服务业务。

图表 11: 2015-2019 年航空业务及非航业务收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 2015-2019 年航空业务及非航业务收入占比

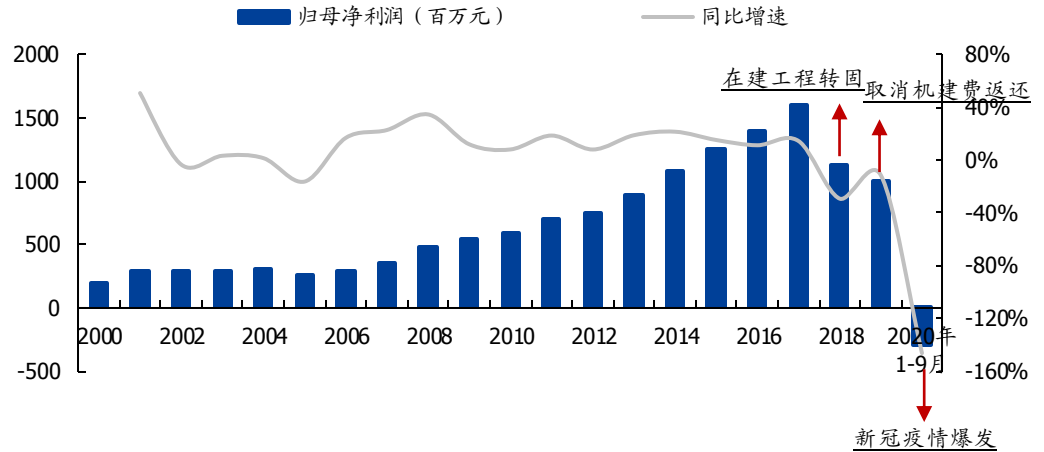


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在建工程转固、取消机建费返还、新冠疫情爆发等三重因素导致业绩触底。公司归母净利润从2000年的2.0亿元增长至2019年的10.0亿元，2000-2019年CAGR达8.9%。其中，2018年T2航站楼启用，在建工程转入固定资产，折旧大幅增加导致净利润下降29%；2019年因收入端取消机建费返还，净利润受影响下降；2020年1-9月，受新冠疫情影响，公司归母净利润为-2.99亿元，同比下降146%。

目前白云机场处于产能投产后周期，成本相对刚性，三大冲击导致净利润下降，未来随着需求逐步复苏，公司业绩有望触底反弹。

图表 13: 2000年至2020年1-9月公司归母净利润及增速

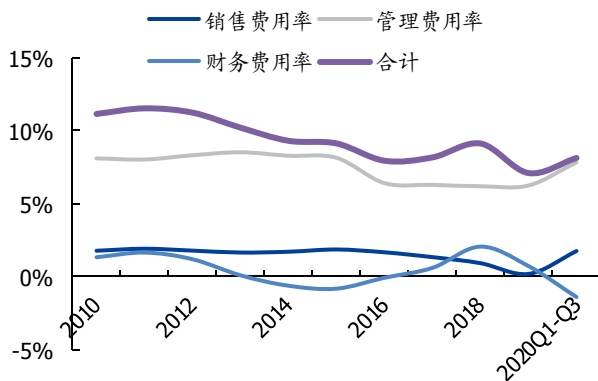


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

销售、管理费用率持续下降，净利率与毛利率缩窄。2010年-2019年，白云机场的销售费用率与管理费用率整体呈现下降趋势，原因包括：①2019年销售费用率下降主要系退出部分自营业务；②2016年管理费用率下降主要系会计科目重新分类。整体看，期间费用率从2010年的11.1%下降至2019年的7.1%。

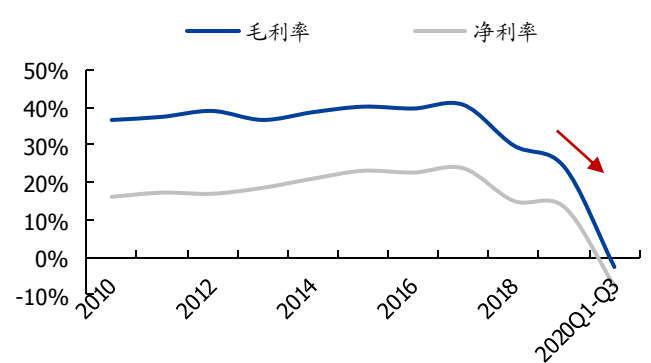
同期公司净利率与毛利率的差距逐渐缩窄，从2010年的20%下降至2019年的11%，2019年公司毛利率与净利率分别为24.1%与13.4%。其中，受在建工程转固及新冠疫情影响，公司利润率在2018年和2020年大幅下降。

图表 14: 2010年至2020年1-9月公司期间费用率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 2010年至2020年1-9月公司毛利率与净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、竞争优势显著，静待突出重围

2.1 区域机场群内产能优势突出，竞争格局有望改善

机场行业具备区域垄断特点。与高速公路等其他交通基础设施类似，机场的建设一般通过政府统一规划，一个城市在现有机场可以满足旅客出行需求的情况下，不会修建第二个同等功能的机场。同样，从合理布局的角度考虑，在一定区域范围内，规划也应该避免相同功能和规模机场的重复建设，因此机场具有一定的不可替代性和垄断性。

同理，机场之间的竞争主要存在于区域机场群内部，尽管浦东机场与首都机场旅客吞吐量较高，但其与白云机场不构成直接竞争关系，白云机场面对的竞争主要来自珠三角地区的机场。除白云机场外，该地区内尚有香港国际机场、深圳宝安国际机场、珠海金湾国际机场、澳门国际机场等国际机场，以及佛山沙堤机场、惠州平潭机场等支线机场，机场密集程度居全国之首。

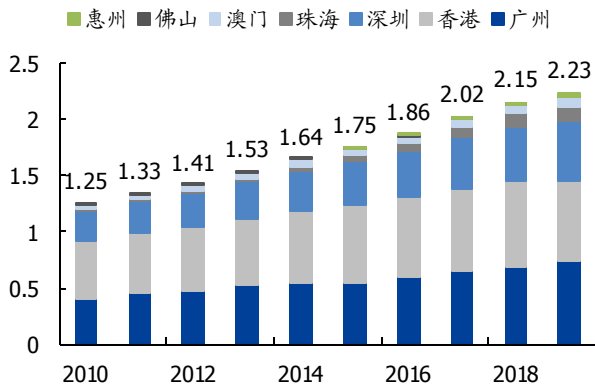
图表 16: 珠三角地区主要机场分布



资料来源：《广州白云国际机场三期扩建工程可研报告》，国盛证券研究所

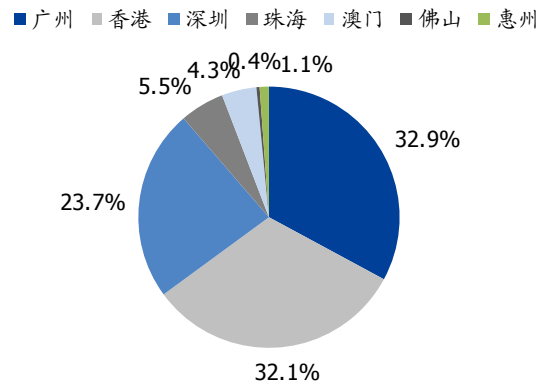
2019年，珠三角地区7个机场（广州、香港、深圳、珠海、澳门、佛山、惠州）共实现旅客吞吐量2.23亿人次，白云机场旅客吞吐量占比最高，达到32.9%，首次超过香港机场。由于珠海、澳门、佛山、惠州的机场规模相对较小，区域内机场的竞争主要集中于香港、广州和深圳三个城市的机场。

图表 17: 2010-2019 年珠三角地区主要机场旅客吞吐量 (亿人次)



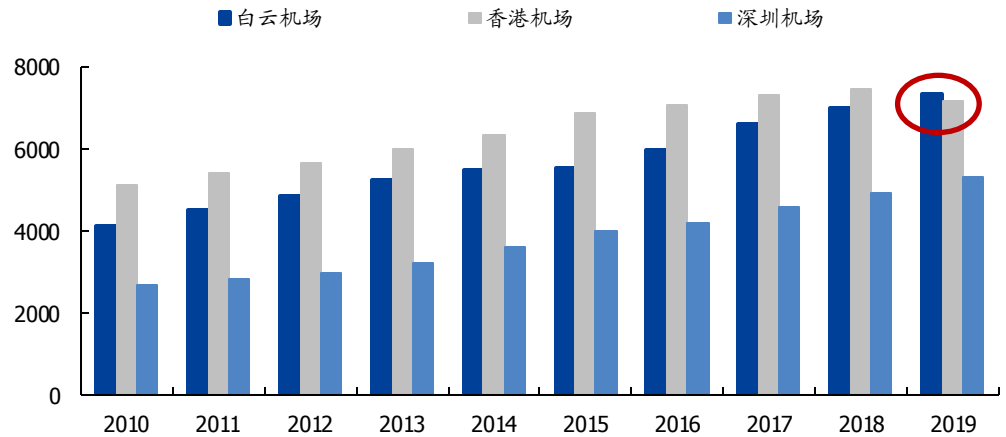
资料来源: wind, 公司官网, 国盛证券研究所

图表 18: 2019 年珠三角地区机场旅客吞吐量占比 (按机场)



资料来源: wind, 公司官网, 国盛证券研究所

图表 19: 2010-2019 年白云机场、香港机场、深圳机场旅客吞吐量 (万人次)

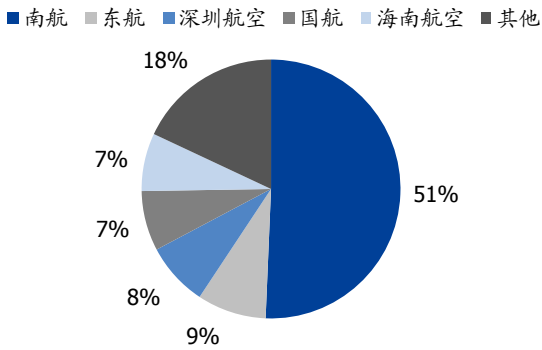


资料来源: wind, 公司官网, 国盛证券研究所

1、国际航线的竞争主要集中于白云机场和香港机场

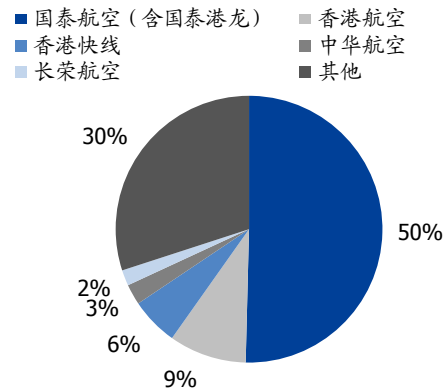
在内地和香港之间曾实施严格出入境控制的年代，珠三角市场被割裂，广州和香港各自属于终端市场，并形成了两个宽体机规模相当的航空公司：南方航空和国泰航空，在各自机场的时刻占比绝对领先；而深圳机场的航司时刻占比较为分散，时刻占比第一的深圳航空所拥有的宽体机数量远低于南方航空和国泰航空，故开通洲际航线的实力相对较弱，且因距离香港较近，深圳机场的国际通航点较少，国际航线的竞争主要集中于白云机场和香港机场。

图表 20: 白云机场国内出发时刻占比 (20冬春航季)



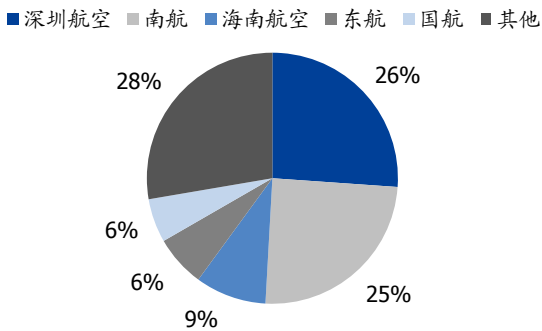
资料来源: preflight, 国盛证券研究所

图表 21: 香港机场时刻占比



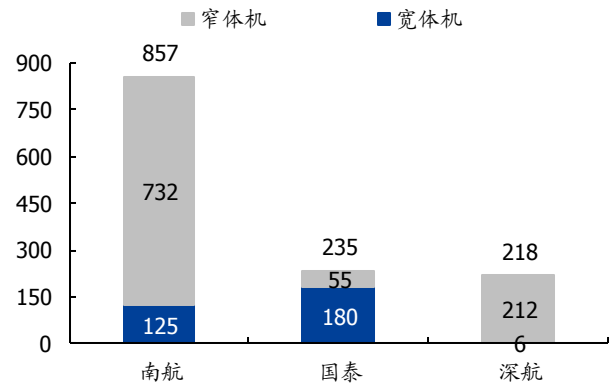
资料来源: CAPA, OAG, 国盛证券研究所

图表 22: 深圳机场国内出发时刻占 (20冬春航季)



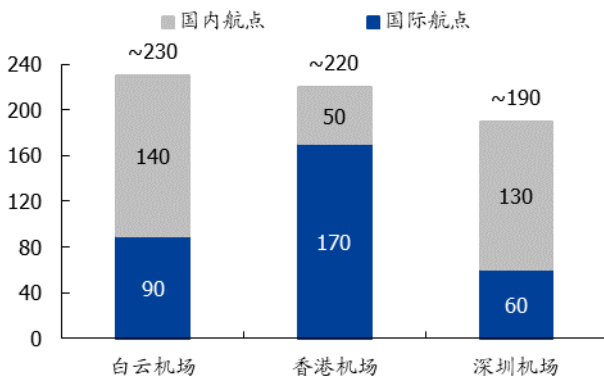
资料来源: preflight, 国盛证券研究所

图表 23: 2020 年南航、国泰和深航的机队构成 (架)



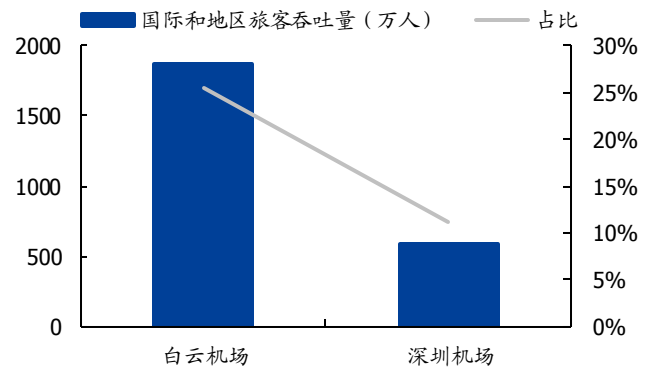
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 白云机场、香港机场、深圳机场的航点数量 (个)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 25: 2019 年白云机场、深圳机场国际及地区旅客吞吐量及占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2、白云机场产能条件相对充裕，有望加速追赶香港机场

从现有产能看，白云机场的产能最为充裕，可满足 8,000 万人次的旅客吞吐量和 62 万架次的飞机起降数量，高峰小时容量为 76+2 架次，高于香港机场及深圳机场。

从利用率看，白云机场的旅客吞吐量及起降架次的产能利用率均未超过 100%；而香港机场、深圳机场则超过或接近 100%，在现有产能的约束下，后者的增长将受到一定程度的制约。

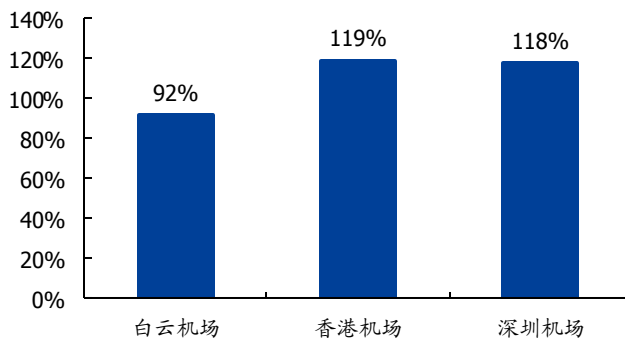
从产能规划看，旅客吞吐量方面，2030 年白云机场的产能目标是 1.2 亿人次，较目前提高 50%，高于香港机场规划的 9700 万人次及深圳机场规划的 8000 万人次。

图表 26: 白云机场、香港机场和深圳机场产能及经营数据对比

机场	最高起降架次/小时	航站楼数量	设计容纳量(万人次)	19 年旅客吞吐量(万人次)	跑道数量	设计起降架次(万架次)	19 年起降架次(万架次)
白云机场	76+2	2	8,000	7,337.8	3	62	49.12
香港机场	68	2	6,000	7,153.8	2	42	42.00
深圳机场	51	1	4,500	5,293.2	2	37.5	37.02

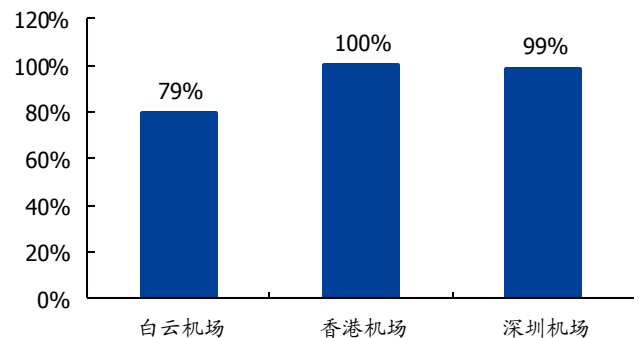
资料来源: 民航局, 民航资源网, wind, 国盛证券研究所

图表 27: 白云机场、香港机场和深圳机场产能利用率(旅客吞吐量)



资料来源: 民航局, wind, 国盛证券研究所

图表 28: 白云机场、香港机场和深圳机场产能利用率(起降架次)



资料来源: 民航局, wind, 国盛证券研究所

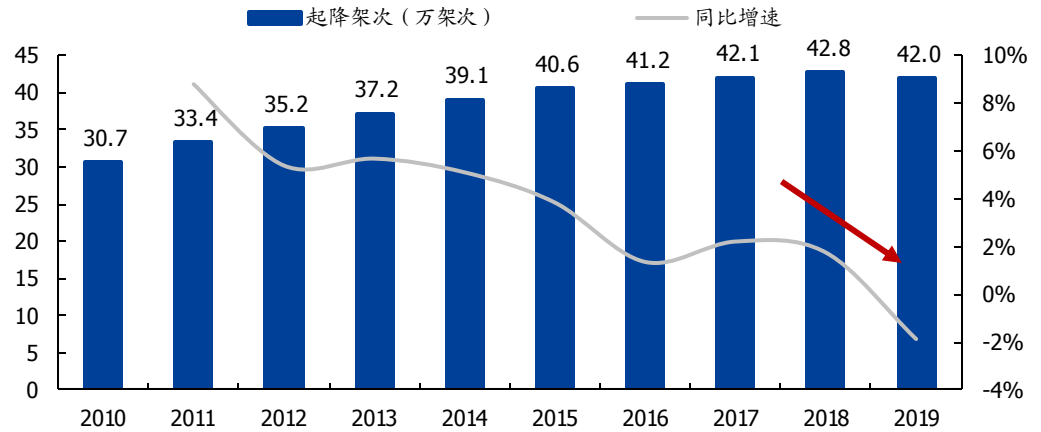
图表 29: 白云机场、香港机场和深圳机场未来产能规划

机场	建设进度	主要建设内容	预计产能
白云机场	已于 2020 年开工建设, 预计 2025 年启用	第四、第五跑道, T2 航站楼指廊, 卫星厅, T3 航站楼等	2030 年旅客吞吐量 1.2 亿人次、货邮吞吐量 380 万吨
香港机场	预计第三跑道 2022 年启用, 三跑道系统 2024 年启用	第三跑道, T2 航站楼扩建, 卫星厅等	2030 年旅客吞吐量 9700 万人次、货邮吞吐量 890 万吨
深圳机场	已于 2020 年开工建设	第三跑道, 卫星厅等	2030 年旅客吞吐量 8000 万人次、货邮吞吐量 260 万吨

资料来源: 民航局, flightglobal, 国盛证券研究所

由于产能限制, 近年来香港机场起降架次同比增速持续下滑, 香港三跑道系统已于 2016 年开工建设, 但由于需要填海造陆, 工程耗时长, 短期内香港机场的产能瓶颈可能无法解决。香港机场主要承接的旅客为国际航线旅客, 溢出的需求有望转至白云机场和深圳机场。作为粤港澳地区仅次于香港机场的国际枢纽, 白云机场有望在这一窗口期利用时刻优势及政策支持, 不断完善国际航线网络, 加速追赶香港机场。

图表 30: 2010-2019 年香港机场起降架次及同比增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

3、深圳、香港机场存在空域冲突，白云机场空域条件较好

珠三角地区机场数量多，空域资源紧张，由于香港机场和深圳机场及澳门机场的跑道几乎垂直，香港机场的起降航道会干扰另外两个机场的起降航道，限制机场的航班起降能力。目前深圳和香港争相建设三跑道，将进一步加剧空域冲突，三跑道启用后其起降架次的产能或无法完全释放，而广州白云机场处在航班流北来北往最便利的位置，空域资源相对较好。

图表 31: 深圳机场、香港机场、澳门机场的跑道方向示意图



资料来源: Google 地图, 国盛证券研究所

综上，过去香港机场作为中转，承接了大量出入境的大陆旅客，而近年来随着白云机场、深圳机场不断开通洲际航线，大陆旅客出入境有了更多选择，其中，南方航空作为白云机场的主基地航司，在白云机场开通多条洲际航线，大大加强了白云机场的国际枢纽地位，伴随产能的投放，白云机场成长空间广阔。

同时，珠三角地区空域资源紧张，如何平衡利益冲突和满足日益增长的航空需求是横亘在各大机场和管理部門面前的难题。目前深港两地机场的冲突较为明显，未来三跑道的投产将进一步增加空管压力，而白云机场的空域条件相对较好，有利于航线的顺利开通。

2.2 政策及区位优势明显，发达的腹地经济支撑航空需求

1、战略地位高，定位为“三大门户枢纽机场”之一

政策优势明显，白云机场是我国三大门户枢纽机场。2012年国务院《关于促进民航业发展的若干意见》确立了白云机场大型国际航空枢纽的战略地位，随后多项政策进一步明确或支持白云机场建成世界级航空枢纽。2017年4月白云机场的等级由原先的一类2级上调至一类1级，比肩首都、浦东机场，作为珠三角地区唯一的一类1级机场，白云机场有望在国际航权分配、空域使用、航线安排、产能扩张等方面获得政策支持。

图表 32: 国家对白云机场的定位

发布时间	政策名称	主要内容
2012年7月	国务院《关于促进民航业发展的若干意见》	- 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
2014年12月	《广东省人民政府办公厅关于进一步加快民航业发展的意见》	- 加快广州白云国际机场 国际航空枢纽建设 ，鼓励并带动更多航空公司把广州白云国际机场作为其 在亚太地区的国际中转枢纽
2015年8月	《广州市人民政府办公厅关于进一步加快民航业发展的实施意见》	- 到2020年，白云机场 大型国际航空枢纽 功能基本完善，机场旅客吞吐量达到8000万人次以上，年均增长6.5%；货邮吞吐量达到250万吨以上，年均增长9.5% - 国际竞争力和影响力显著增强，国际航线150条， 国际旅客占总旅客的比重超过25% ，白云机场中转旅客比重超过15%，形成国际航线、国内干线、区域支线相互支撑、协调发展的格局
2016年12月	民航局《中国民用航空第十三个五年规划》	- 着力提升北京、上海、广州机场 国际枢纽竞争力 ，推动与周边机场优势互补、协同发展，建设与京津冀、长三角、珠三角三大城市群相适应的世界级机场群 - 坚持超前谋划，加快上海、广州等机场的改扩建工程，完善中转设施和服务流程，提升国际枢纽功能
2017年2月	《广东省人民政府关于广东省深化泛珠三角区域合作实施意见》	- 推进广州白云国际机场 世界级航空枢纽建设 ，强化与区域内其他机场的协调联动，推进珠三角世界级机场群建设
2019年2月	国务院《粤港澳大湾区发展规划纲要》	- 巩固提升香港国际航空枢纽地位，强化航空管理培训中心功能，提升广州和深圳机场 国际枢纽竞争力 ，增强澳门、珠海等机场功能，推进大湾区机场错位发展和良性互动 - 实施广州、深圳等机场改扩建，开展广州新机场前期研究工作，研究建设一批支线机场和通用机场
2020年4月	《广州白云国际机场总体规划修编》（获民航局批复）	- 广州白云国际机场定位 引领粤港澳世界级机场群建设、支撑民航强国战略的国际航空枢纽 - 按照近期2030年飞机起降77.5万架次、旅客吞吐量1.2亿人次、货邮吞吐量380万吨，远期2045年飞机起降87万架次、旅客吞吐量1.4亿人次、货邮吞吐量600万吨进行规划

资料来源：民航局，公开资料，国盛证券研究所

图表 33: 机场分类目录

机场类别	机场
一类 1 级	北京首都、上海浦东、广州等 3 个机场
一类 2 级	深圳、成都、上海虹桥等 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、福州、南宁等 20 个机场
三类	除上述一、二类机场以外的机场

资料来源: 民航局, 国盛证券研究所

2、区位优势突出，具备发展成国际航空枢纽的条件

广州位于“袋鼠航线”，具备发展成国际枢纽的条件。广州地处华南、毗邻东南亚，是中国至大洋洲飞行距离最短的大城市之一，且广州与香港、新加坡等传统航空枢纽的地理位置相似，位于“袋鼠航线”，即欧洲至大洋洲航空市场的中心，具备发展成国际枢纽的条件。

图表 34: 广州位于欧洲至大洋洲航空市场的中心



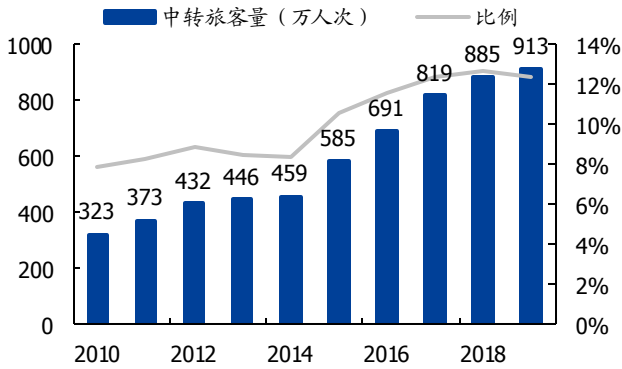
资料来源: 民航资源网, 国盛证券研究所

“袋鼠航线”距今已有 70 余年历史，1947 年澳洲航空（Qantas）发布了著名的“袋鼠航线”——悉尼至伦敦，旅途经停 7 站，从悉尼出发，经由澳洲最北端城市达尔文出境，途径新加坡、印度、巴基斯坦、埃及、黎巴嫩等国，最后抵达终点伦敦，全程 4 天，共耗时 93 小时，其中飞行时长 55 小时，因轨迹类似袋鼠跳跃，故被命名为“袋鼠航线”。

随着技术发展，如今“欧洲-澳新”可以通过直飞实现，然而由于该航线的航程超过 15,000 公里，大于宽体机的经济航程，故转机仍是主流。长久以来，阿联酋航空、新加坡航空、卡塔尔航空、阿提哈德航空、国泰航空、澳洲航空、英国航空等是这条航线上的主要承运方，而南航开启“广州之路”后，其在“袋鼠航线”上的地位逐年提升。根据 AnnaReo 数据，2019 年 9 月的前 12 个月，南航在“袋鼠航线”的承运旅客量位居全球第 11 名，大陆航司第 1 名。

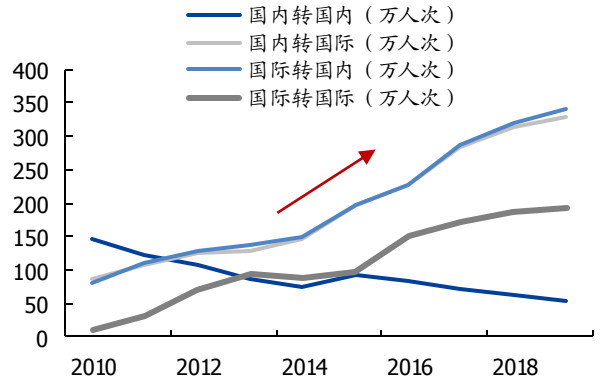
白云机场从国内中转为发展成国际中转为重。2010-2019年白云机场的中转旅客数量从323万人次增长至913万人次，占比从7.9%增长到12.4%。其中国际中转的旅客人数不断上升，2019年国内转国际旅客达327.6万人次，国际转国内旅客达340.4万人次，国际转国际旅客达191.5万人次，均高于国内中转旅客人数。

图表 35: 2010-2019 年中转旅客人次及占比



资料来源:《广州白云国际机场三期扩建工程可研报告》，国盛证券研究所

图表 36: 2010 年白云机场中转旅客人次 (按方式)



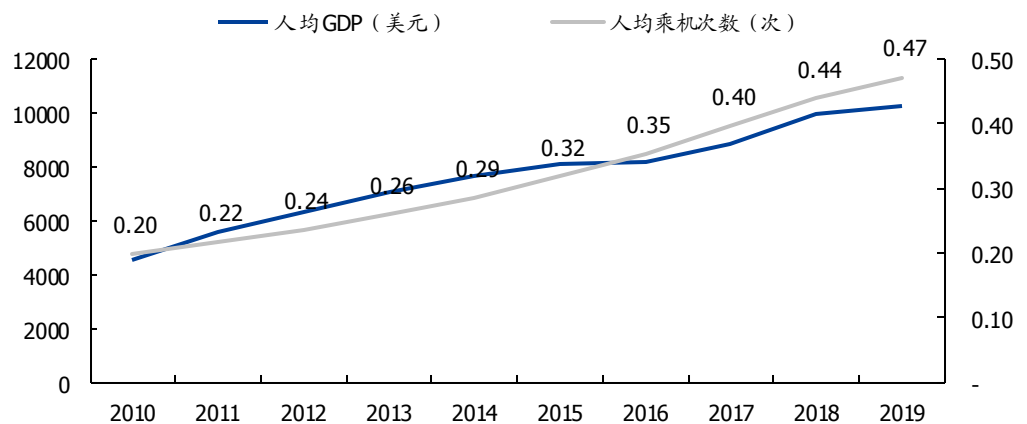
资料来源:《广州白云国际机场三期扩建工程可研报告》，国盛证券研究所

3、发达的腹地经济为客货运输发展提供良好的外部环境

航空出行需求与经济发展相关性高。航空出行可分为商务出行和因私出行，商务旅客的出行需求与宏观经济相关度高，经济周期的波动会对商务客的航空出行需求造成影响，表现出较强的周期性与波动性；因私出行旅客的出行需求多来自旅游，随着人均 GDP 的提升，消费水平随之提升，旅游出行的人数和比例将保持稳定增长，推动整个航空客运需求的持续上行。

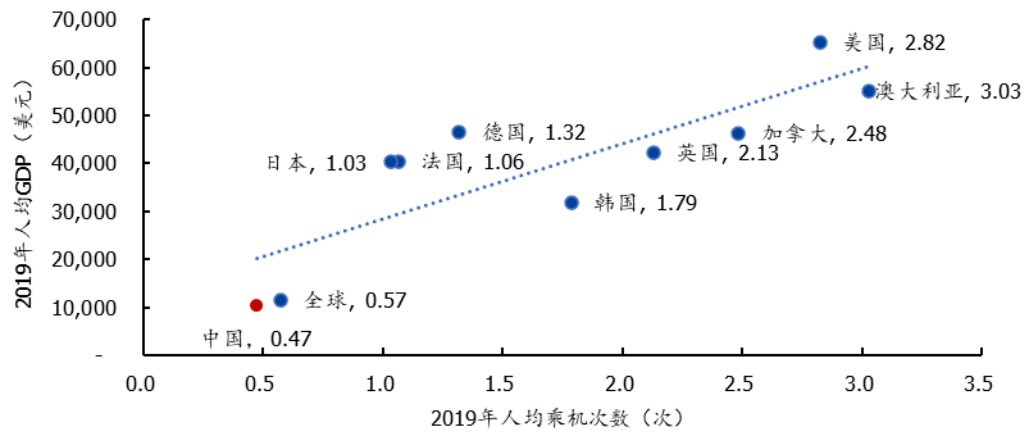
纵向看中国民航数据，伴随人均 GDP 的增长，中国人均乘机次数不断提升，从 2010 年的 0.20 次增长至 2019 年的 0.47 次。横向看全球数据，2019 年全球人均乘机次数与人均 GDP 成正比，人均 GDP 越高的国家，其航空需求越强烈。

图表 37: 2010-2019 年中国人均乘机次数与人均 GDP 高度正相关



资料来源:世界银行,国盛证券研究所

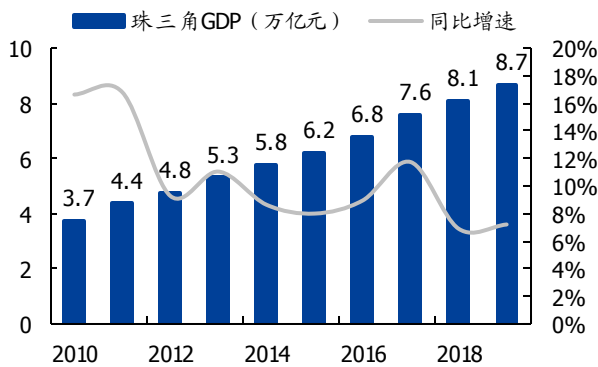
图表 38: 2019 年各国人均乘机次数及 GDP 比较



资料来源: 世界银行, 国盛证券研究所

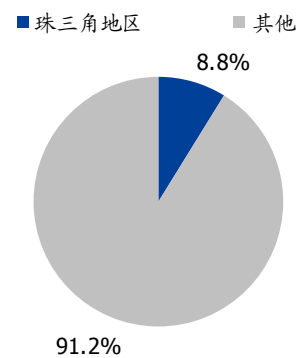
珠三角地区经济发达, 为白云机场提供需求支撑。白云机场位于珠三角核心区域, 珠三角地区是我国开放最早的地区, 拥有世界上密集度较高的工业基地和巨大的货源生产量, 是国内经济最活跃的地区之一, 区域经济助推机场业务增长。2019 年珠三角地区 GDP 合计 8.7 万亿元, 占全国 8.8%, 自 2016 年以来始终保持约 7% 的较快增速, 发达的经济产生旺盛的航空需求。

图表 39: 2010-2019 年珠三角 GDP 及增速 (万亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 仅包含大陆数据

图表 40: 2019 年珠三角 GDP 占全国的比重



资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 仅包含大陆数据

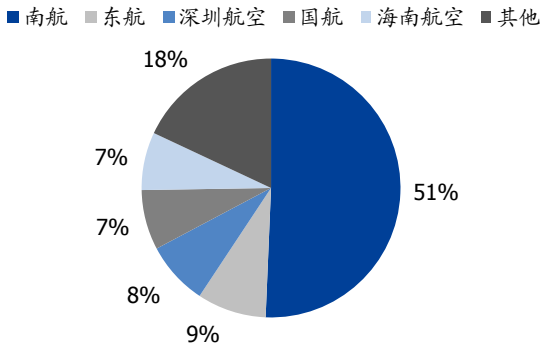
2.3 主基地航司实力强大, 合作多年共建国际枢纽

国际枢纽的建设极大程度依赖于主基地航司的投入。在邻近机场的相互竞争中, 航空公司对机场的选择决定了机场业务量的多少, 大型航空公司对基地机场的选择同样决定了机场在业务竞争中的长期地位, 南航作为白云机场的主基地航司, 在洲际航线的拓展方面做出了巨大贡献。

南方航空是中国运输飞机最多、航线网络最发达、年客运量最大的航空公司, 总部设在广州。截至 2019 年底, 南航运营包括波音 787、777、747、737 系列, 空客 380、350、330、320 系列等客货运输飞机 862 架。2019 年全年旅客运输量约 1.52 亿人次, 连续 41 年居中国各航空公司之首, 居亚洲第 1、世界第 6。

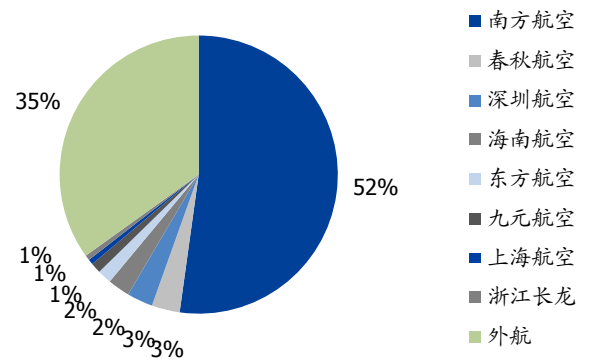
南航在白云机场的时刻占比超过一半。以 20 年冬春航季为例，南航在广州白云机场国内出发的航班时刻占比为 50%，以 19 年冬春航季为例，南航国际出发航班的时刻占比为 52%，较高的时刻占比使南航得以有计划安排中转航班。

图表 41: 20 冬春航季白云机场国内出发航班占比



资料来源: preflight, 国盛证券研究所

图表 42: 19 冬春航季白云机场国际及港澳台地区出发航班占比



资料来源: preflight, 国盛证券研究所

南航以澳洲为突破口，大力发展广州出发的洲际航线。2006 年，南航提出了建设国际化规模网络型航空公司的战略目标，2009 年起把澳洲作为突破口，集全公司之力，加快白云机场枢纽建设，逐步新开和加密了一系列广州至澳洲的航线航班，吸引全国和亚洲各国旅客经广州中转到澳洲，一方面调整国内航班的始发到达时间，使其与澳新航线时刻得到更好衔接，另一方面在大洋洲区域积极新开和加密航线航班，例如增班广州往返悉尼、墨尔本等航线，开通广州往返布里斯班、奥克兰、珀斯、基督城等航线。

以 19 年冬春航季为例，南航从广州出发往返澳大利亚墨尔本和悉尼的航班已达到日均 3 班的频率，且出发时间大多安排在晚间及清晨，与南航国内航班出发到达时刻形成良好的连接。通过一系列措施，南航不仅成为了我国往返澳新地区首选航司，也加强了白云机场的国际化程度。

图表 43: 19 冬春航季广州往返澳大利亚航班情况

目的地	航班号	广州始发时间	每周班次	机型
澳大利亚墨尔本	CZ321	21: 10	7	A330-300
	CZ343	09: 05	7	A330-300
	CZ643	00: 20	7	A330-300
澳大利亚悉尼	CZ301	08: 25	7	A330-300
	CZ325	21: 00	7	A380-800
	CZ601	00: 35	7	A330-300
澳大利亚阿德莱德	CZ663	22: 15	5	A330-300
澳大利亚珀斯	CZ319	14: 20	5	A330-200
澳大利亚布里斯班	CZ375	00: 35	3	A330-200
	CZ381	21: 20	7	A350

资料来源: preflight, 国盛证券研究所

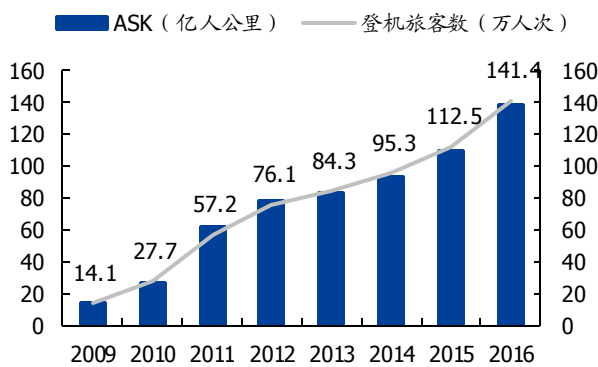
图表 44: 19 冬春航季广州往返新西兰航班情况

目的地	航班号	广州始发时间	每周班次	机型
新西兰奥克兰	CZ305	00: 30	7	B787-9
	CZ335	14: 30	3	B787-9
	CZ335	00: 35	4	B787-9
新西兰基督城	CZ617	00: 50	7	B787-9

资料来源: preflight, 国盛证券研究所

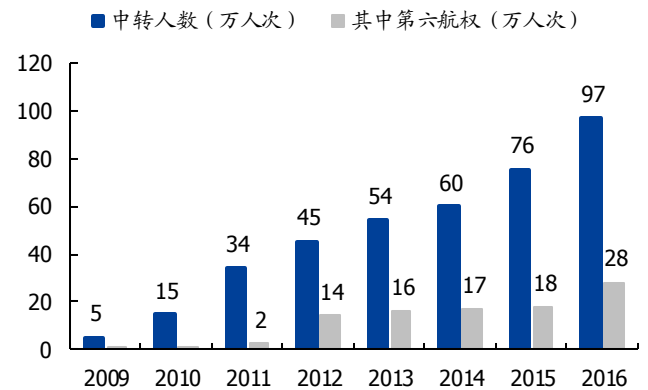
广州-澳新航线卓有成效。2009 年至 2016 年,“广州-澳新”航线的旅客量在 7 年内实现了超过 10 倍的高速增长,从 14 万人次增长至 141 万人次;“广州-澳新”的中转旅客从 2009 年的 5 万人次增长至 2016 年的 97 万人次,其中第六航权旅客的占比增长至 29%。

图表 45: 2009-2016 年“广州-澳新”航线运力投放与旅客运输量



资料来源: 民航资源网, 国盛证券研究所

图表 46: 2009-2016 年“广州-澳新”航线中转旅客及第六航权旅客人次



资料来源: 民航资源网, 国盛证券研究所

复制澳洲成功经验,南航正式推出“广州之路”。基于澳洲的成功经验,南航于 2012 年正式推出“广州之路”理念,相继新开了广州往返伦敦、法兰克福、莫斯科等城市的欧洲航线,往返温哥华、纽约、旧金山等城市的北美航线,往返沙巴、清迈、芽庄、巴厘岛等城市的东南亚航线等,并不断加大航班密度。以 2019 年冬春航季为例,广州往返越南胡志明、泰国曼谷的航线达到了每日 5 班,往返英国伦敦的航线达到了每日 1 班以上,往返美国洛杉矶、纽约的航线达到了每日 1 班以上。

图表 47: 2011 年至 2016 年南方航空新开及加密欧洲、北美洲、东南亚等国际航班情况

年份	新开及加密国际航班情况
2011 年	新开广州-温哥华等航线, 加密广州-洛杉矶等航线
2012 年	新开广州-伦敦、广州-沙巴等航线, 加密广州-温哥华等航线
2013 年	新开广州至莫斯科、巴厘岛、清迈等航线, 加密广州至伦敦等航线
2014 年	新开广州-纽约、广州(经停长沙)-法兰克福等航线
2015 年	新开广州-旧金山、广州-芽庄等航线
2016 年	新开广州-多伦多等航线

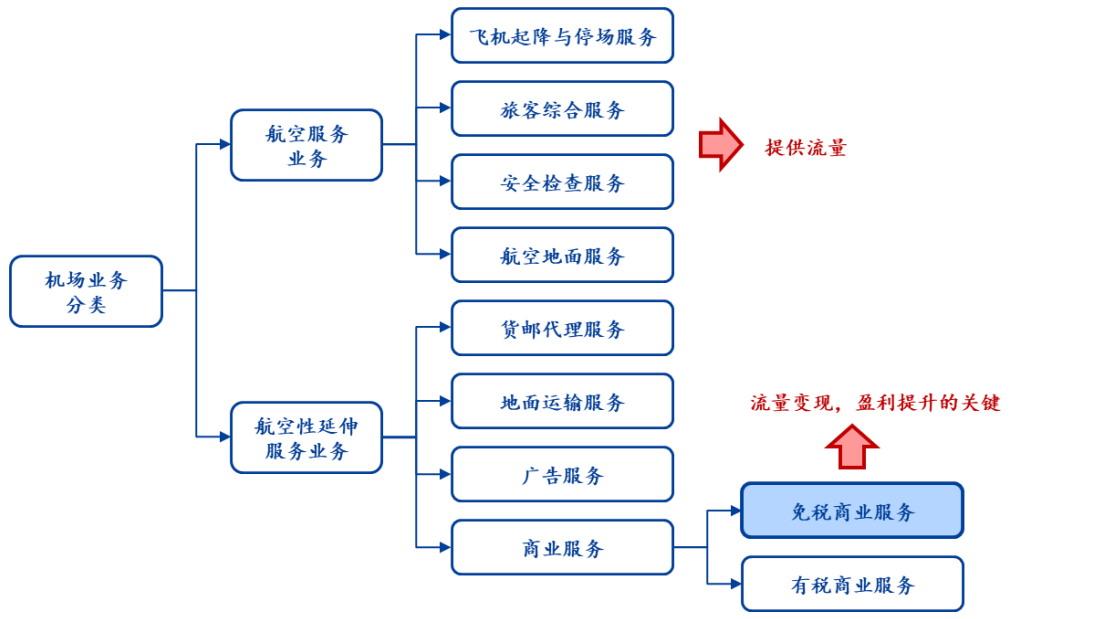
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

三、非航业务存较大提升空间，中期成本端相对可控

航空性收入是基础，非航业务是机场盈利提升的关键。作为基础设施，机场具有一定公益性质，民航局和发改委对航空服务业务的收费标准进行管控和调整，该板块的收入主要依靠机场流量而增长。

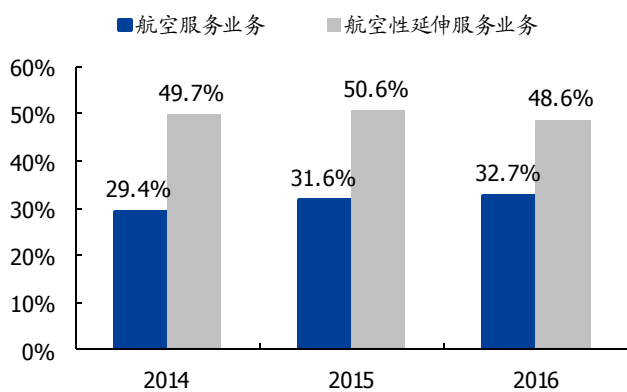
航空性延伸服务为市场定价，以白云机场和上海机场（集团）为例，非航业务毛利率普遍高于航空服务业务。其中，非航业务中又以免税商业服务的收入贡献较大。

图表 48: 机场行业服务分类



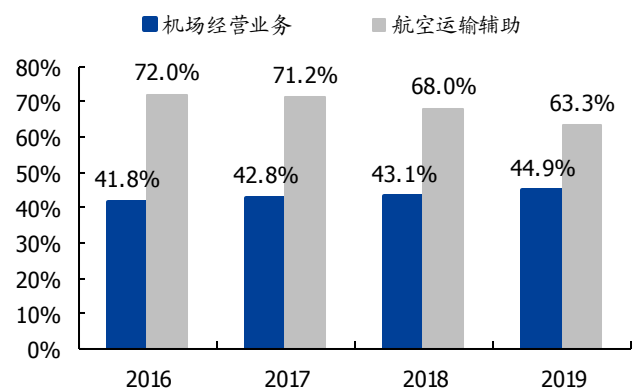
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 49: 白云机场分业务毛利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 50: 上海机场（集团）分业务毛利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.1 国际旅客占比提升优化收入结构

航空收入方面，由于国际航线的航距较长，必须采用宽体机执飞，其起降费标准更高，对机场的收入贡献高于窄体机，同时国际航班的航空性收费标准远高于国内航班；非航服务方面，国际航班旅客是免税产品的消费主力，更多出入境旅客也意味着更多流量变现的机会，故国际旅客占比提升将大大改善机场的收入质量。

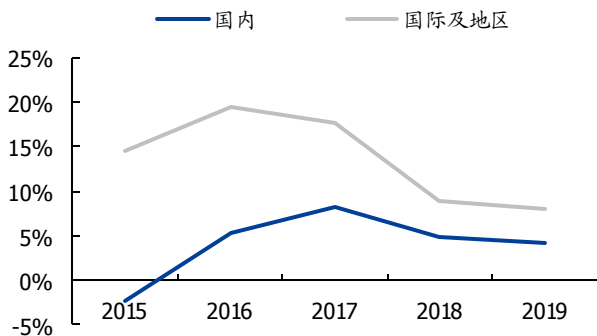
图表 51: 内地航空公司航空服务业务收费标准

收费项目	国内航班	国际航班
1、起降费（元/架次）		
<25 吨	240	2000
26-50 吨	650	2200
51-100 吨	1200+24×(T-50)	2200+40×(T-50)
101-200 吨	2400+25×(T-100)	4200+44×(T-100)
201 吨以上	5000+32×(T-200)	8600+56×(T-200)
2、旅客服务费（元/人）		
	34	70
3、安检费		
旅客行李（元/人）	8	12
货物邮件（元/吨）	53	70
4、停场费		
2 小时以内	免收	免收
2-6（含）小时	按起降费的 20% 计收	按起降费的 15% 计收
6-24（含）小时	按起降费的 25% 计收	按起降费的 15% 计收
24 小时以上	每停场 24 小时按照起降费的 25% 计收，不足 24 小时按 24 小时计收	每停场 24 小时按照起降费的 15% 计收，不足 24 小时按 24 小时计收
5、客桥费		
单桥	1 小时以内 200 元，超过 1 小时每半小时 100 元，不足半小时按半小时计收	1 小时以内 200 元，超过 1 小时每半小时 100 元，不足半小时按半小时计收
多桥	按单桥标准的倍数计收	按单桥标准的倍数计收

资料来源：民航局，国盛证券研究所注：T为飞机最大起飞全重

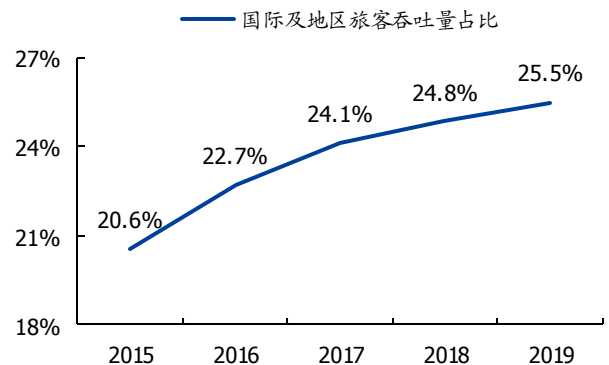
白云机场的国际化程度不断提升。2015 年以来，白云机场国际及地区航班的旅客吞吐量增速始终高于国内航班，其占比从 2015 年的 20.6% 提升到 2019 年的 25.5%。

图表 52: 白云机场国内及国际/地区旅客吞吐量增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

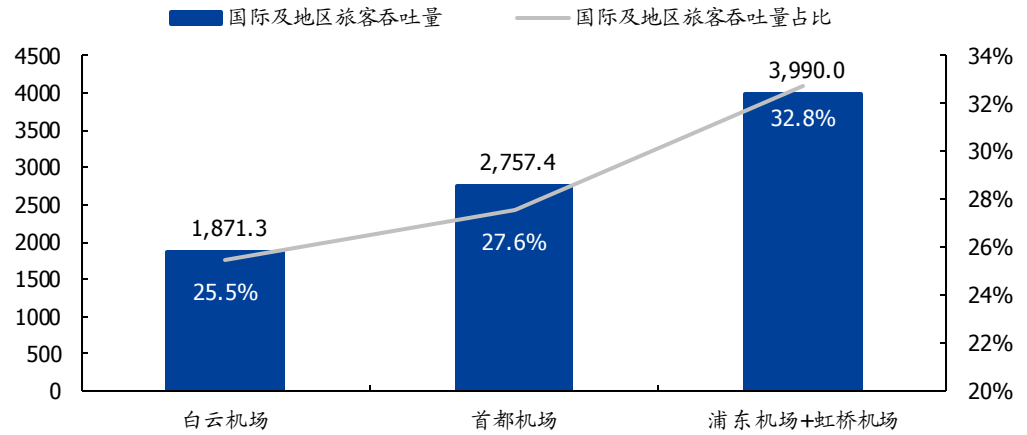
图表 53: 白云机场国际及地区旅客吞吐量占比变化



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

白云机场国际旅客吞吐量占比存提升空间。与首都机场、上海机场集团(含虹桥、浦东)相比,白云机场的国际及地区旅客吞吐量占比偏低,还存在较大的提升空间。我们认为国际旅客占比持续提升的驱动因素包括:①伴随消费升级,出境旅游人数增加;②香港机场产能遭遇瓶颈,溢出客流有望部分被白云机场承接。

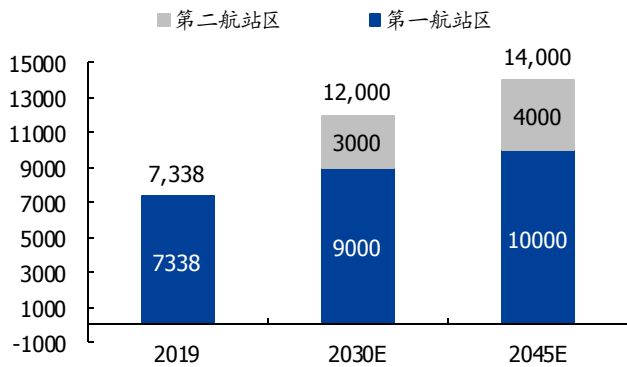
图表 54: 三大门户枢纽机场国际及地区旅客吞吐量及占比(万人次, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

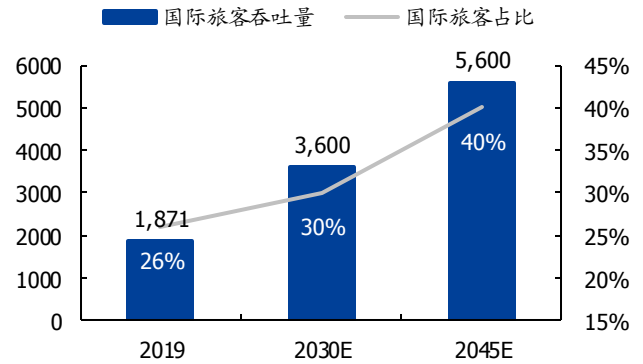
根据《广州白云国际机场总体规划修编》,未来白云机场将按照满足近期 2030 年飞机起降 77.5 万架次、**旅客吞吐量 1.2 亿人次**、货邮吞吐量 380 万吨,终端 2045 年飞机起降 87 万架次、**旅客吞吐量 1.4 亿人次**、货邮吞吐量 600 万吨的需求设计,新建第四、第五跑道, T2 航站楼东四、西四指廊、西卫星厅和 T3 航站楼,进一步满足珠三角及华南地区日益增长的航空运输需求。其中, 2030 年白云机场的国际旅客吞吐量目标是 3600 万人次,占比提升至 30%; 2045 年的目标是 5600 万人次,占比进一步提升至 40%。

图表 55: 白云机场旅客吞吐量规划(万人次)



资料来源:《广州白云国际机场三期扩建工程可研报告》,国盛证券研究所

图表 56: 白云机场国际旅客吞吐量规划(万人次)



资料来源:《广州白云国际机场三期扩建工程可研报告》,国盛证券研究所

3.2 经营模式大改，非航业务或驱动业绩爆发

公司非航业务从自营为主陆续转为特许经营为主。在 T2 启用前，白云机场长期保持自营模式，近三年在新管理层的带领下，公司全力推进管理转型，陆续将免税业务、广告业务、商业餐饮业务外包，通过专业化运营，提升整体经营效率。

图表 57: 2017 年以来公司主要非航业务及外包合作方

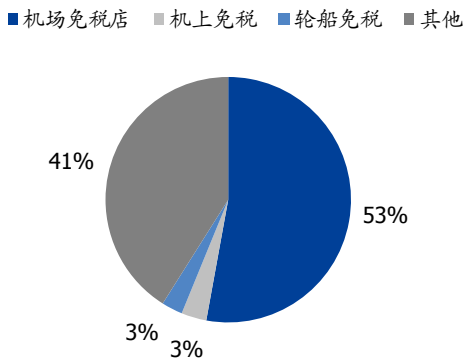


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1、免税业务处于起步阶段，有望成为收入的主要增量

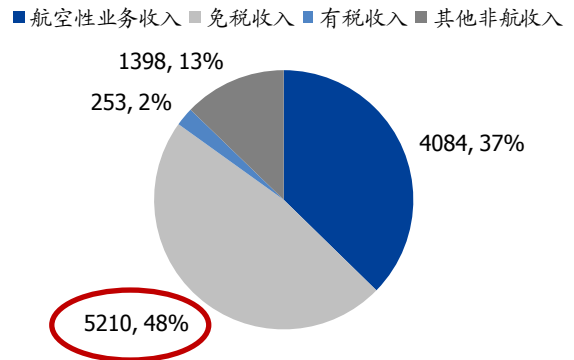
机场免税业务地位重要，成熟机场的免税业务贡献大。免税属于中高端消费，乘坐国际航班的旅客与免税消费的目标人群高度重合，机场天然成为免税品最重要的销售渠道之一。根据 Generation Research 的研究，机场在所有免税渠道中的占比超过 50%。以上海机场为例，其免税收入占比为 47.6%，已超过航空性业务收入，成为收入的最大来源。

图表 58: 全球免税消费渠道结构 (2018 年)



资料来源：Generation Research，国盛证券研究所

图表 59: 2019 年上海机场收入拆分 (百万元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

专业免税运营商中免公司中标白云机场免税业务。2017 年 5 月和 10 月，中免公司先后中标白云机场 T1 及 T2 进境免税经营权和 T2 出境免税经营权，根据约定，中免每月需缴纳经营权转让费，计费模式为 MAX (月保底销售额 × 提成比例，实际销售额总和 × 分段提成比例)，合同期内预计将给公司分别带来 21.26 亿元和 12.65 亿元的保底收入。

图表 60: 白云机场免税业务合同

序号	合同名称	主要内容	合同期限	首月保底额	合同期预计营收
1	《进境免税项目经营合作协议》	在 T1 及 T2 航站楼内经营进境免税店, 其中一号航站楼面积 400 平方米, 二号航站楼面积 700 平方米	6 年, 自场地交付日至自二号航站楼启用日起满六年之日止, 可视情况延长 3 年	T1: 2356 万元/月 T2: 3533 万元/月 提成比例: 42% 递增比例: 6%	经营权转让费: 21.26 亿元
2	《二号航站楼出境免税店项目经营合作协议》	在 T2 航站楼内经营面积为 3544 平方米的出境免税店	8 年, 自 2018 年 2 月 1 日起至 2026 年 1 月 31 日止	T2: 3292 万元/月 提成比例: 35% 递增比例: 6%	经营权转让费: 12.65 亿元

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 预计营收均为保底额

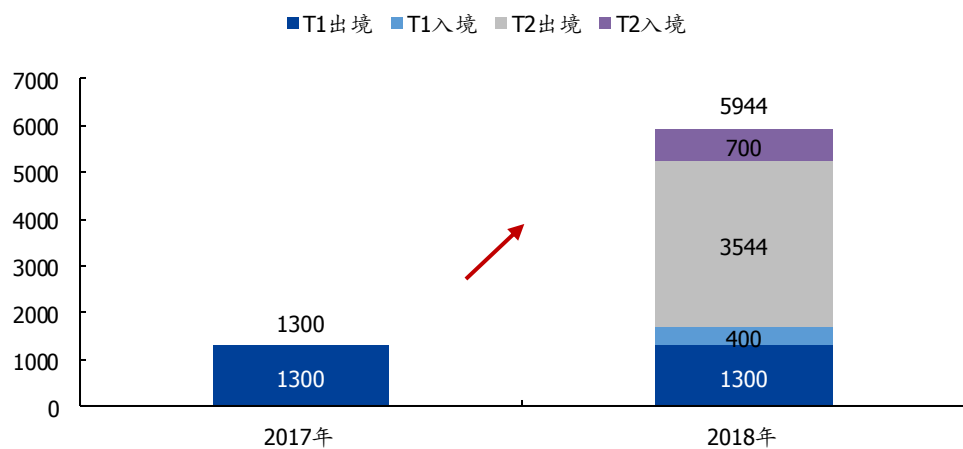
图表 61: 白云机场 T1&T2 进境, T2 出境免税保底收入 (亿元)

年份	T1&T2 进境	T2 出境	小计
2017 年	0.63	-	0.63
2018 年	2.89	0.58	3.47
2019 年	3.15	1.42	4.57
2020 年	3.33	1.50	4.83
2021 年	3.54	1.59	5.13
2022 年	3.75	1.69	5.44
2023 年	3.97	1.79	5.76
2024 年	-	1.90	1.90
2025 年 1 月 1 日至 2026 年 1 月 31 日	-	2.18	2.18
合计	21.26	12.65	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

T2 启用后, 白云机场的免税业务获得根本性改善。2018 年之前, 白云机场的免税商业面积仅 1300 平方米, 2018 年后随着进境免税政策的放开和 T2 航站楼的启用, 白云机场新设 T1 进境免税店及 T2 进境&出境免税店, 免税商业面积增加至 5944 平方米, 较原先扩大 4 倍。

图表 62: 白云机场免税面积 (平方米)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

对接中免后，白云机场免税商品具备价格竞争力。全面对接中免渠道后，公司香化的价格优势充分凸显，与邻近的香港机场及东南亚、亚洲机场相比，白云机场免税店价格属于中等偏下，具备显著的价格优势。

图表 63: 部分热销化妆品价格横向比较 (比价日期: 2021年2月22日)

产品(元)	广州白云	中国香港	韩国	泰国
La Mer/海蓝之谜 全新修护精萃液 (150ML)	895	909	963	1,107
Estee Lauder/雅诗兰黛 特润修护肌透眼凝霜 15ml	390	383	426	524
SK-II 护肤精华露 330ml	1,450	1,645	1,531	
Shiseido/资生堂 红妍肌活精华露50ml	675	717	685	605
Lancôme/兰蔻 全新兰蔻 小黑瓶精华肌底液 双件组100ml*2	1,875	2,334	2,132	1,918
Kiehl's/科颜氏集焕白均衡亮肤淡斑精华液 50ml	550	592	498	518
Lancôme/兰蔻粉水清滢柔肤水(干性) 400ml	300	198	355	313
Clarins/娇韵诗 双萃赋活修护精华露 50ml*2	1,120	1,209	1,295	
Shiseido/资生堂防晒霜 60ml	150	163	162	134
CPB/肌肤之钥 CPB长管隔离 spf21 40g		417	388	257
YSL/圣罗兰口红 #52 3.8g	220	246	226	
黛珂牛油果乳液 150ml	260	263	265	285
赫莲娜 晚霜 Re-plasty Age recovery night cream 50ml			2,326	2,837
乔治阿玛尼 轻垫精华粉底液红气垫 2#象牙白	464	492	426	488

资料来源: 杰西卡的秘密, 国盛证券研究所注: 绿色为价格低, 红色为价格高

根据 2019 年运营情况，白云机场的实际免税销售额远超保底销售额。中免公司 2019 年来自白云机场的免税销售收入为 19.22 亿元，按照 35%~42%的扣点率粗略测算，白云机场来自免税特许经营权的收入范围为 6.7~8.1 亿元，远超 4.57 亿的保底金额。

图表 64: 2019年白云机场免税经营权收入测算

免税店	月保底金额(万元)	提成比例	年报保底销售额(亿元)	备注
T1 进境	2497	42%	1.26	较首月递增 6%
T2 进境	3745	42%	1.89	较首月递增 6%
T2 出境	3292~3490	35%	1.42	前七个月为首月保底, 后五个月递增 6%
合计			4.57	

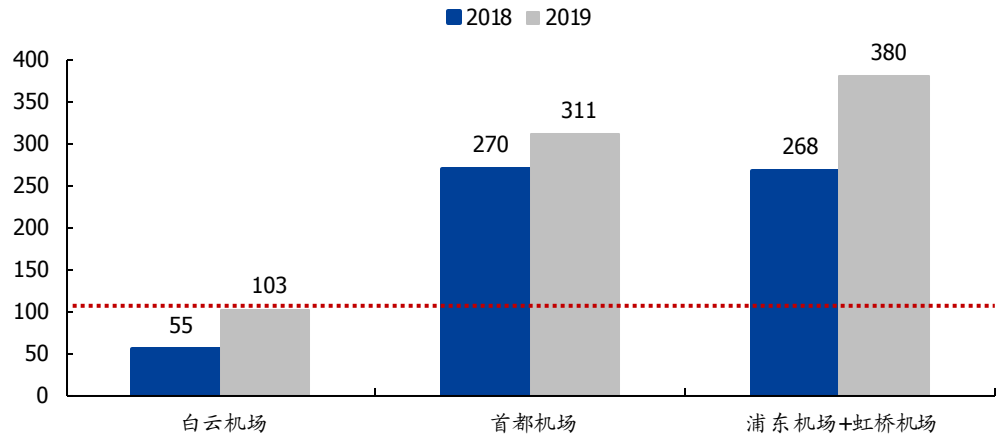
资料来源: wind, 国盛证券研究所

白云机场人均免税消费额偏低。以首都机场和上海机场(集团)为例，2019 年人均免税消费分别为 311 元和 380 元，远高于白云机场的 103 元。作为国内仅有的三大门户复合型枢纽机场，白云机场的人均免税消费额仅为首都机场和上海机场(集团)的 1/4~1/3，存在较大的提升空间。

我们认为，背后的主要原因为：①白云机场免税业务由中免经营，首都机场、上海机场免税业务部分由日上经营，日上的免税品价格更具竞争力，刺激消费者购买；②首都机场、上海机场的免税店面积更大，消费体验更好。

考虑到白云机场的扣点率较首都机场，上海机场更低，且中免已完成对日上的收购，我们认为白云机场与首都机场、上海机场的免税品价格差异将有望缩窄。

图表 65: 白云机场与首都机场、上海机场(集团)人均免税消费对比(元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 人均免税消费的计算公式为=免收商销售收入/国际及地区旅客吞吐量

图表 66: 枢纽机场扣点率情况对比

机场	招标公告时间	扣点率	合同期限	中标经营商
广州白云机场	入境 2017/5	入境: 42%	入境: 约 6+3 年	日上、中免
	出境 2017/10	出境: 35%	出境: 2018/2/1~2026/1/31	
北京首都机场	2017/6	T2: 47.5% T1: 44%	2018/2/11~2026/2/10	日上、中免
上海浦东机场	2018/7	42.5%	2019/1/1~2025/12/31	中免

资料来源: wind, 国盛证券研究所

我们认为白云机场的国际/地区旅客的人均免税消费额将持续增长, 但可能长期低于首都机场和浦东机场水平, 预计白云机场的免税业务将自 2022 年起迅速增长, 成为公司业绩的主要驱动力。

图表 67: 白云机场免税业务收入测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国际/地区旅客吞吐量(万人)	258	571	1,498	1,705	1,904	2,064
人均免税消费额(元)	144	187	215	236	248	261
同比增速	40%	30%	15%	10%	5%	5%
平均提成比例	40%	40%	40%	40%	40%	40%
实际特许经营收入(亿元)	147	422	1,273	1,594	1,869	2,128
保底特许经营收入(亿元)	481	510	540	573	607	644
免税业务收入预测(亿元)	481	510	1,273	1,594	1,869	2,128

资料来源: wind, 国盛证券研究所

2、广告业务交由专业机构管理, 商业餐饮招商落地

专业广告运营商德高广告和迪岸公司中标白云机场广告业务。2017 年 5 月, 德高广告中标白云机场 T2 与 GTC 的广告经营权; 2018 年 8 月, 迪岸公司中标白云机场 T1 广告经营权, 根据约定, 上述两家合作方需每月缴纳广告资源使用费, 计费模式为“底价+超额提成”, 超额提成=(实际销售额-提成基准数)×超额提成率, 合同期内预计将给白云机场分别带来 20.29 亿元和 16.77 亿元的保底收入。

图表 68: 白云机场广告业务合同

序号	合同名称	对手方	主要内容	合同期限	合同期预计营收
1	《T2 航站楼及 GTC 广告媒体建设经营合同》	德高广告	建设、销售、运营和维护 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	5 年, 自 2018 年 2 月 1 日至 2023 年 1 月 31 日止	广告资源使用费: 20.29 亿元
2	《T1 航站楼广告媒体经营项目合同》	迪岸公司	对 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	4.8 年, 自 2018 年 7 月 1 日起至 2023 年 4 月 30 日止	广告发布费: 16.77 亿元

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 预计营收均为保底额

图表 69: 白云机场 T2 及 GTC 广告业务保底收入 (亿元)

期间	保底价 (亿元)	超额提成 (亿元)
第一年度	3.60	(实际销售额-4.50) *10%
第二年度	3.82	(实际销售额-4.77) *10%
第三年度	4.04	(实际销售额-5.06) *10%
第四年度	4.29	(实际销售额-5.36) *10%
第五年度	4.54	(实际销售额-5.68) *10%
合计	20.29	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 70: 白云机场 T1 广告业务保底收入 (亿元)

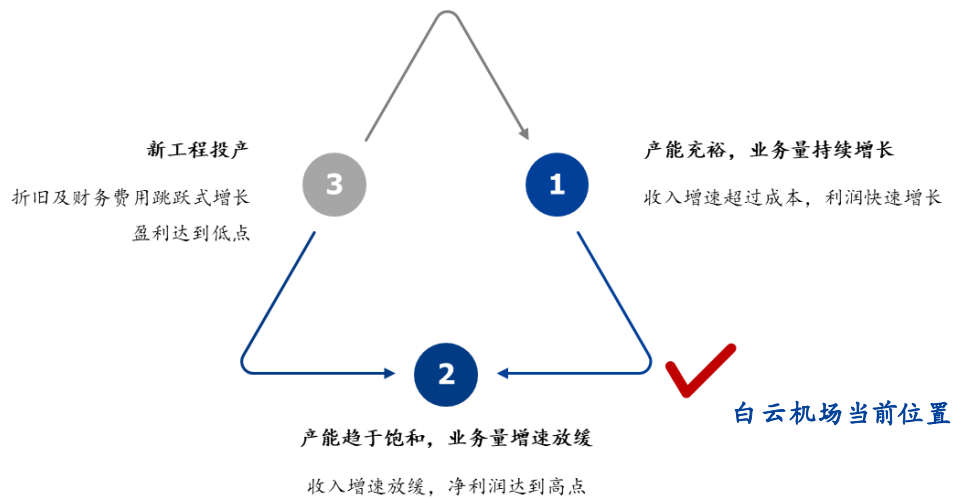
期间	保底价 (亿元)	超额提成 (亿元)
2018.7.1-2019.6.30	2.60	(实际销售额-3.25) *10%
2019.7.1-2020.6.30	2.99	(实际销售额-3.74) *10%
2020.7.1-2021.6.30	3.44	(实际销售额-4.30) *10%
2021.7.1-2022.6.30	3.95	(实际销售额-4.94) *10%
2022.7.1-2023.4.30	3.79	(实际销售额-4.74) *10%
合计	16.77	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 中期成本端相对可控, 利润率有望回升

作为基础设施, 机场具备资金密集型特征, 业绩主要受产能瓶颈与在建工程转固等影响, 盈利水平具备鲜明的周期特点: ①在产能充裕时, 业务量持续快速增长, 成本端相对稳定, 收入增速超过成本增速, 利润快速增长; ②产能趋于饱和, 盈利放缓, 新航站楼、跑道等工程开始建设; ③新工程投产运营, 产生高额折旧费用和相关人工成本, 导致业绩下滑; ④随着产能瓶颈释放, 业务量和利润再次增长, 回到第一阶段。

图表 71: 机场盈利逻辑

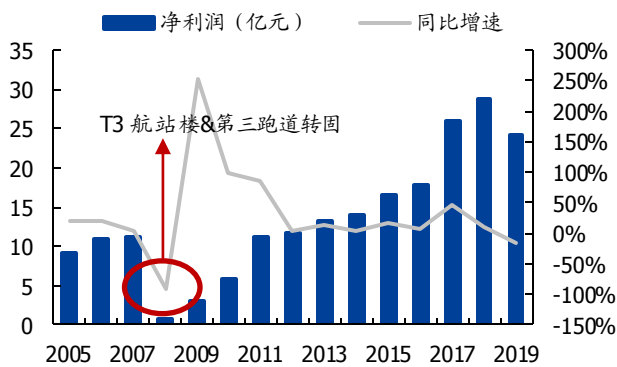


资料来源: 国盛证券研究所

以首都机场为例, 2008 年首都机场 3 号航站楼和三跑道投产运营, 新增的折旧、财务费用和人工成本导致 2008 年业绩同比下降 41%; 2009 年, 随着新产能的释放, 业务量快速增长, 推动净利润达 3 亿元, 同比增加 252%。

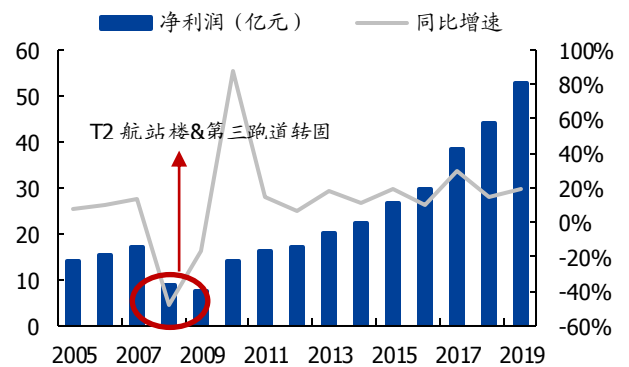
同样, 以上海机场为例, 2008 年浦东机场 2 号航站楼及三跑道投产, 高额的折旧费用导致当年成本增长 55%, 业绩同比下降 48%。随着产能瓶颈释放, 业务量得以快速增长, 而折旧费用保持稳定, 机场净利润迅速恢复并保持增长。

图表 72: 首都机场净利润及同比增速 (亿元, %)



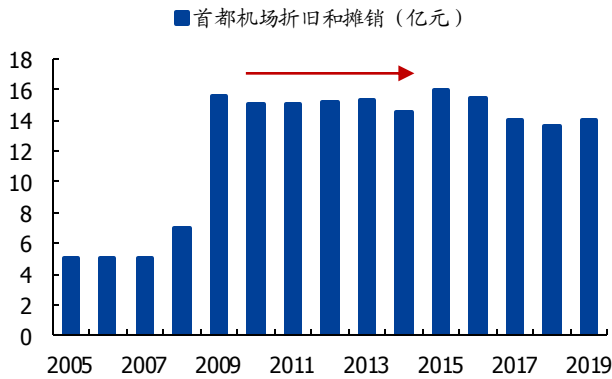
资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 2019 年取消机建费返还导致净利润下降

图表 73: 上海机场净利润及同比增速 (亿元, %)



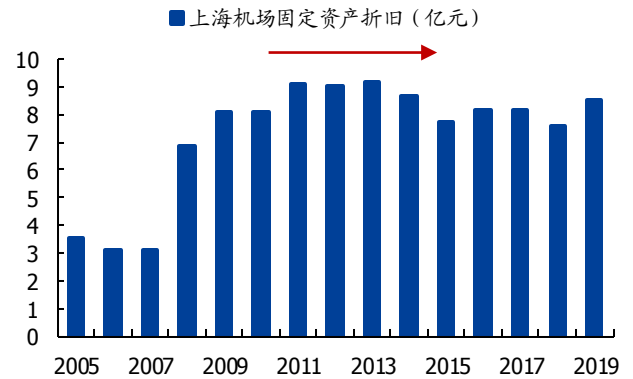
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 74: 首都机场折旧和摊销 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

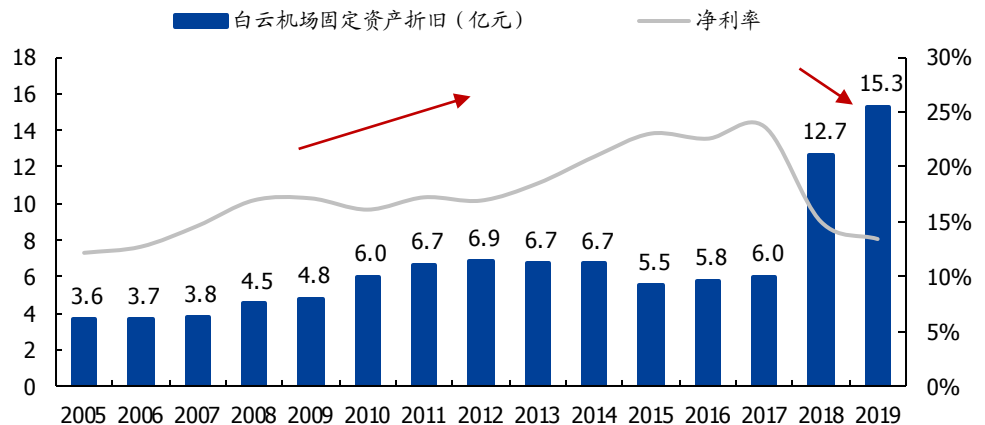
图表 75: 上海机场固定资产折旧 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

参考历史数据, 2005年-2017年, 白云机场的折旧费用基本维持在3-7亿元, 净利率整体呈现增长趋势, 2018年和2019年因在建设工程转固, 折旧费用提高至12.7亿元和15.3亿元, 净利率受到较大影响。白云机场T2航站楼于2018年投产, 目前产能利用率不足100%, 未来随着旅客吞吐量的增加, 预计净利润将逐步恢复。

图表 76: 白云机场固定资产及折旧 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

受疫情影响, 国际客流恢复尚需一定时间, 假设2021年整体旅客吞吐量恢复至2019年的90%, 2021年国际客流恢复至2019年的30%, 2022年国际客流恢复至2019年的80%, 我们预计2020-2022年白云机场的旅客吞吐量分别为4,377万/6,346万/7,489万人次, 同比分别-40%/+45%/+18%。考虑到单机载客量的回升, 我们预计2020-2022年起降架次分别为37万/49万/52万架次, 同比分别-24%/+30%/+8%。

图表 77: 白云机场关键数据假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
旅客吞吐量 (万人次)	6,584	6,974	7,339	4,377	6,346	7,489
YoY	10%	6%	5%	-40%	45%	18%
国内	4,994	5,242	5,467	4,119	5,775	5,991
YoY	8%	5%	4%	-25%	40%	4%
国际及地区	1,589	1,732	1,871	258	571	1,498
YoY	17%	9%	8%	-86%	121%	162%
起降架次 (万架次)	47	48	49	37	49	52
YoY	7%	3%	3%	-24%	30%	8%
国内	35	35	37	33	42	41
YoY	4%	2%	3%	-10%	28%	-3%
国际及地区	12	12	13	4	6	12
YoY	16%	5%	2%	-65%	43%	83%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们预计 2020-2022 年航空业务收入分别为 23.32 亿元/33.42 亿元/38.70 亿元, 同比分别-37%/+43%/+16%, 预计航空延伸性收入分别为 33.15 亿元/39.24 亿元/50.64 亿元, 同比分别-20%/+18%/+29%, 预计 2020-2022 年营业收入分别为 56.47 亿元/72.66 亿元/89.34 亿元, 同比分别-28%/+29%/+23%。

图表 78: 白云机场收入预测 (百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
航空业务收入	3,844	4,110	3,710	2,332	3,342	3,870
YoY	11%	7%	-10%	-37%	43%	16%
航空延伸性收入	1,996	2,870	4,160	3,315	3,924	5,064
YoY	5%	44%	45%	-20%	18%	29%
营业收入合计	5,840	6,980	7,870	5,647	7,266	8,934
YoY	9%	20%	13%	-28%	29%	23%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们预计 2020-2022 年毛利率呈现先降后增的趋势, 销售费用率、管理费用率呈现先增后降的趋势, 财务费用率依据现金、短期借款、长期借款、应付债券等综合测算。

图表 79: 白云机场各项财务指标假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	40.6%	29.7%	24.1%	-1.0%	17.6%	27.7%
税金附加费率	1.3%	1.7%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
销售费用率	1.3%	0.9%	0.2%	1.6%	0.6%	0.2%
管理费用率	6.3%	5.8%	5.9%	7.0%	6.0%	5.8%
研发费用率	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
财务费用率	0.6%	2.0%	0.7%	0.2%	-0.2%	-0.3%
所得税率	26.1%	24.5%	20.4%	23.6%	23.6%	23.6%
归母净利率	23.6%	14.6%	12.7%	-5.0%	6.3%	14.2%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 估值分析

机场经营相对稳定，故采用 DCF 模型进行估值。三期扩建工程的法人主体为公司控股股东，假设公司 2023 年起陆续从控股股东处购买相应资产，采用 WACC=8.2%，永续增长率=3%测算，公司 2021 年的目标价为 17 元。

图表 80: 自由现金流预测 (百万元)

年份	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT × (1-t)	360	998	1,285	1,536	1,483	830	1,058	1,310	1,589	1,896
加: 折旧及摊销	1,627	1,653	1,736	1,818	2,552	3,292	3,332	3,375	3,419	3,467
营运资本变动	255	135	-80	-70	20	140	-66	-73	-81	-89
资本支出	-1,017	-1,072	-2,981	-1,084	-29,014	-1,120	-1,135	-1,148	-1,157	-1,246
自由现金流	1,225	1,714	-40	2,200	-24,959	3,142	3,189	3,464	3,770	4,027

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 81: 现金流折现模型假设及输出结果

WACC 计算		DCF 目标价计算	
权益资本成本	8.4%	企业价值 (百万元)	35,978
权益风险溢价	6.0%	加: 现金	4,772
无风险收益率	3.0%	减: 负债	450
Beta	0.90	减: 少数股东权益	180
税后债务资本成本	3.8%	股权价值 (百万元)	40,121
债务资本成本	5.0%	股份数量 (百万股)	2,367
所得税率	25.0%		
目标 D/(D+E)	5.0%		
WACC	8.2%	目标价 (元)	17.0

资料来源: wind, 国盛证券研究所

投资建议

机场具有区域垄断性、流量变现空间大等特点，具备长期投资价值。受在建工程转固、取消机建费返还、新冠疫情等三重冲击，白云机场自 2018 年起业绩触底，随着旅客吞吐量的逐渐恢复，业绩有望迎来反弹。

未来，驱动公司业绩增长的因素包括：①国际旅客占比提升，航空性收入及航空延伸性收入结构得到优化；②免税业务处在起步阶段，人均免税消费额仅为首都机场、上海机场的 1/4~1/3，成长空间大；③非航业务中的商业餐饮、广告业务招商落地，保障稳定收入来源；④白云机场产能充裕，有望支撑未来 3~5 年的业务增长，成本端相对可控。

我们长期看好中国机场行业发展，**白云机场是我国三大门户复合型枢纽机场之一，竞争优势明显，成长空间广阔。**我们预计白云机场 2020-2022 年分别实现归母净利润-2.81 亿元/4.60 亿元/12.65 亿元，同比分别-128.1%/+263.8%/+174.9%。我们给予公司 2021 年目标价人民币 17 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

疫情恢复不及预期。疫情对民航业影响较大，如果国内疫情出现反复，或国外疫情恢复较缓慢，将影响民航业的复苏进程。

免税业务不及预期。免税业务有望成为公司利润的重要来源，若免税业务增长不及预期，将对公司业绩造成较大影响。

扩建工程或影响未来年度业绩。随着产能逐渐饱和，公司可能再次进行扩建工程，或影响未来年度的业绩。

商业违约风险。疫情期间，部分租户可能存在退租或拖欠租金的情况，影响公司业绩。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com