

证券研究报告—深度报告

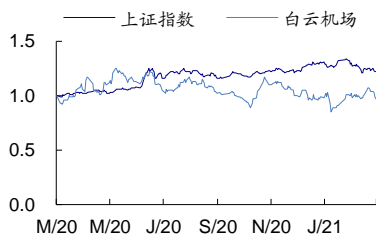
交通运输

航空机场

白云机场(600004)
买入

合理估值: 19.2 元 昨收盘 13.05 元 (维持评级)

2021年03月26日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,367/2,069
总市值/流通(百万元)	30,886/27,005
上证综指/深圳成指	3,364/13,421
12个月最高/最低(元)	17.42/11.23

相关研究报告:

《白云机场-600004-20 年半年报财报点评: 短期疫情影响可控, 长期成长空间大》——2020-08-31

《白云机场-600004-2012 年业绩网络说明会纪要: 二期扩建项目法人拟变更, 融资方案待定》——2013-05-29

《白云机场: 短期业绩增长稳健, 但中期面临很大压力》——2009-03-10

《白云机场深度报告: 特许经营任重道远, 扩建融资方式影响价值》——2008-11-04

《白云机场: 纯利润净增近 45% 成本费用下降是主因》——2007-07-31

证券分析师: 姜明

 E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

证券分析师: 曾凡喆

 E-MAIL: zengfanzhe@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521030003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

深度报告

粤港澳核心空港, 白云复苏在即

● 位列三大枢纽, 业务持续攀升

白云机场双航站楼三跑道的硬件产能保障旅客吞吐量持续攀升。19 年旅客量已经达到 7338 万人次, 同比增 5.2%; 20 年因疫情影响, 旅客量 4377 万人次, 同比降 40.4%, 暂列全球第一。

● 产能保障, 航空主业将进一步放量

白云机场开启三期扩建, 拟以 2030 年旅客吞吐量 1.2 亿人次为目标, 远期目标吞吐量 1.4 亿人次, 增长空间有望进一步打开。此外, 机场存量设施的提效, 宽体机投放比例增加及国际线占比提高均将对机场航空主业产生正向贡献。

● 非航放量前景广阔, 远期业绩可期

近年来机场更多采用外包形式, 将商业、广告阵地外包给专业运营者, 以收取租金的方式获取收益。白云机场 T2 投产前, 商业、广告、免税均进行招标, 即便是保底租金亦可为公司对冲航站楼投产带来的成本压力, 超额提成进一步提升远期业绩预期。

● 免税阶段性承压, 长期趋势不改

机场是国际客流的核心集散地, 流量垄断地位无可比拟, 而海南离岛免税的蓬勃发展有望壮大一批免税运营商, 2018-2019 年即便支付高额扣点租金, 日上上海和日上中国依旧实现盈利, 未来机场免税再度启动招标之时, 如当前运营方提供的租金水平过低, 则机场方拥有选择权, 且国际惯例来看, 成熟市场下市场化谈判的机场作为地主方均具备较高的收费能力。疫情消退后, 机场议价能力有望全面提升, 持续提升收入利润预期。

● 投资建议

预计 20-23 年归母净利润分别为-2.82 亿、1.93 亿、16.24 亿、22.82 亿, EPS 分别为-0.12 元、0.08 元、0.69 元、0.96 元。自非航业务成为主导机场业绩的核心逻辑开始, 白云机场的 PE 估值水平显著提升, 投资者更侧重于机场股的类消费属性。给予“买入”评级及目标价 19.2 元, 目标价对应 2023 年的 PE 估值为 20 倍。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,747	7,870	5,051	6,287	9,161
(+/-%)	14.6%	1.6%	-35.8%	24.5%	45.7%
净利润(百万元)	1129	1000	-282	193	1624
(+/-%)	-29.2%	-11.5%	--	-168.5%	741.5%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.48	-0.12	0.08	0.69
EBIT Margin	21.4%	16.0%	-10.0%	1.7%	22.9%
净资产收益率(ROE)	7.2%	6.1%	-1.5%	1.0%	7.9%
市盈率(PE)	23.5	26.5	-107.7	157.1	18.7
EV/EBITDA	12.7	12.3	39.4	23.9	10.7
市净率(PB)	1.70	1.63	1.58	1.57	1.48

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

白云机场是我国三大枢纽机场之一，位于广东省广州市。得益于民航大踏步前进及地方经济的持续发展拉动了出行需求，双航站楼三跑道的硬件产能保障机场旅客吞吐量持续攀升。2019年起降架次 49.1 万架次，同比增长 2.9%，旅客吞吐量已经达到 7338 万人次，同比增长 5.2%；2020 年因疫情影响，公司业务量大幅下降，但下半年开始客流显著恢复，全年起降架次 37.3 万架次，同比下降 24%，旅客吞吐量 4377 万人次，同比下降 40.4%，吞吐量暂列全球第一。

机场的营收分为航空主业和非航收入，而不论是航空或是非航收入，客流均是其核心依托。在现有基础设施之上，白云机场开启三期扩建，拟以 2030 年旅客吞吐量 1.2 亿人次为目标，远期目标吞吐量 1.4 亿人次，随着新增航站楼及跑道投入使用，增长空间有望进一步打开。此外，机场存量设施的提效，宽体机投放比例增加及国际线占比提高均将对机场航空主业产生正向贡献。

过去我国枢纽机场管理者对机场商业价值并未充分发掘，很多采用自营形式，运营专业度相对较低，收入利润贡献较少，近年来机场更多采用外包形式，将自身的商业、广告阵地外包给专业运营者，以收取租金的方式获取收益。白云机场 T2 航站楼投产前，商业、广告、免税均进行招标，即便是保底租金亦可为公司对冲航站楼投产带来的成本压力，超额提成进一步提升远期业绩预期。2020 年疫情冲击下公司租金收入承压，业绩预计小幅亏损，但随着民航市场逐步复苏，公司业绩有望逐步恢复。

枢纽机场的长期业绩弹性驱动力是免税租金收入，免税租金既依靠国际线的客流，又依靠单客消费，且免税租金合约的影响也至关重要。随着机场产能不断提升及国际枢纽的建设，国门开放后客流有望迅速回升，且如爆款缺货及价格优势不显著的问题可以逐步得到解决，单客销售额也有望得到提升。机场阶段性议价能力的下降更主要是来自于不可抗力下，短期国际客流断崖式下滑时的权益之举。长期来看，机场是国际客流的核心集散地，流量垄断地位无可比拟，而海南离岛免税的蓬勃发展有望壮大一批免税运营商，2018-2019 年即便支付高额扣点租金，日上上海和日上中国依旧实现盈利，未来机场免税再度启动招标之时，如当前运营方提供的租金水平过低，则机场方拥有选择权，且国际惯例来看，成熟市场下市场化谈判的机场作为地主方均具备较高的收费能力。疫情消退后，机场议价能力有望全面提升，持续提升收入利润预期。

2020 年公司业绩预告预计亏损 2.47-3.02 亿元。假设疫情逐步消退，国际线于 2022 年起显著恢复，预计 2020-2023 年营业收入分别为 50.5 亿、62.9 亿、91.6 亿、104.6 亿，归母净利润分别为 -2.82 亿、1.93 亿、16.24 亿、22.82 亿，EPS 分别为 -0.12 元、0.08 元、0.69 元、0.96 元。

我们认为当国门开放，国际客大幅恢复后，白云机场有望迎来戴维斯双击。自非航业务成为主导机场业绩的核心逻辑开始，白云机场的 PE 估值水平显著提升，2019 年下半年起维持在 40 倍以上，可见投资者更侧重于机场股的类消费属性，着眼于长期。给予“买入”评级及目标价 19.2 元，目标价对应 2023 年的 PE 估值为 20 倍。

内容目录

历史沿革及股权结构	6
大湾区国际枢纽空港，客流持续增长	7
民航业繁荣带动机场吞吐量持续增长	7
基础设施保障经营能力，多重因素促白云机场业务量持续增长	8
历经完整产能周期，营收稳健上行，利润有所波动	11
枢纽机场航空主业依旧具备成长空间	14
基建加码，T3 建设将进一步打开空间	14
运营效率提升同样可以促进业务量稳健上行	15
飞机大型化、业务国际化拉高航空主业收入	16
非航贡献尚不显著，未来发展大有可为	17
商业持续优化，T2 投产显著提高租金	17
广告业务同样具备成长空间	18
免税业务未来空间仍巨大	19
疫情后复苏迅速，增长前景光明	22
盈利预测及投资建议	23
风险提示	25
附表：财务预测与估值	26
国信证券投资评级	27
分析师承诺	27
风险提示	27
证券投资咨询业务的说明	27

图表目录

图 1: 白云机场股权结构.....	7
图 2: 我国民航客运量及同比增速.....	8
图 3: 我国民航客运周转量及同比增速.....	8
图 4: 珠三角示意图.....	8
图 5: 2019 年珠三角各地人均 GDP (万元).....	8
图 6: 白云机场硬件设施布局图.....	9
图 7: 广州市历年 GDP 及同比增速.....	10
图 8: 珠三角机场圈示意图.....	10
图 9: 白云机场飞机起降架次及同比增速.....	11
图 10: 白云机场旅客吞吐量及同比增速.....	11
图 11: 机场的产能周期示意图.....	12
图 12: 白云机场收入及同比增速.....	13
图 13: 白云机场归母净利及同比增速.....	13
图 14: 白云机场产能周期示意图.....	13
图 15: 2019 白云机场营业收入构成 (百万元).....	14
图 16: 2019 白云机场净利润构成 (百万元).....	14
图 17: 白云机场 2019 冬春航季日内时刻分布.....	15
图 18: 白云机场各航季计划时刻量变化.....	15
图 19: 2019 冬春季白云机场宽体机占比及对比测算.....	16
图 20: 白云机场国际航线旅客量.....	16
图 21: 中国旅客境外消费额.....	19
图 22: 韩国免税品消费额.....	19
图 23: 海南离岛免税快速增长有望壮大一批运营商.....	21
图 24: 即便付出高额扣点, 日上上海、日上中国依然盈利.....	21
图 25: 白云机场月度旅客吞吐量.....	23
图 26: 2021 年春运前后民航客流走势图.....	23
图 27: 白云机场历史 PE 估值水平.....	25
表 1: 白云机场历史沿革.....	6
表 2: 白云机场收入与集团分成比例.....	12
表 3: 我国机场国内线航空主业收费标准.....	17
表 4: 我国机场国际线航空主业收费标准.....	17
表 5: 四层商业空间布局.....	18
表 6: 广告合同情况 (万元).....	19
表 7: 口岸免税店政策.....	20
表 8: 机场免税保底合同对比.....	20
表 9: 上海机场免税合约补充协议概览.....	20
表 10: 部分免税商品价格.....	21
表 11: 白云机场运营数据预测.....	23

表 12: 白云机场收入预测.....	24
表 13: 白云机场营业成本预测.....	24
表 14: 白云机场业绩预测.....	24

历史沿革及股权结构

历史上白云机场长期由中国民航广州管理局管理。1992年民航广州管理局进行体制改革，广州白云国际机场公司正式成立并开始管理白云机场。1997年7月国务院、中央军委批准白云机场迁建项目，由民航总局、广东省政府、广州市政府共同投资建设新白云机场，同年8月，经民航总局批准，以白云国际机场公司为核心企业正式组建广州白云国际机场集团。1999年3月，白云机场集团与广州交通投资公司签署《投资组建广州白云机场有限公司合同书》，当年5月共同出资25亿元组建成立新机场公司，其中机场集团持股比例达到51%。2000年广州白云国际机场股份有限公司由机场集团作为主发起人，与中国国航、中国民航机场建设总公司、广州交通投资公司及新机场公司共同发起成立，同时新白云机场正式动工。

2003年白云机场股份有限公司完成IPO，成功登陆A股。2004年2月，民航总局将广州白云、汕头、湛江、梅县四个机场移交广东省人民政府，广州白云国际机场集团组建为广东省机场管理集团公司。2003年8月新白云机场正式启用，白云机场股份有限公司业务迁至新机场。白云机场转场当年及其后一段时间，白云国际机场有限公司逐步将资产移交给白云机场股份有限公司。2005年下半年公司公布股权分置改革方案，实现股份全流通。2007年公司非公开发行股票募集资金收购白云机场飞行区资产，包括两条跑道以及滑行道、停机坪，并重新划分与广东省机场管理集团公司的收入分成比例。2012年7月白云机场扩建项目获得国家发改委批复，并于同年8月开工。2014年扩建工程项目法人由广东省机场管理集团公司变更为白云机场股份有限公司。2015年三跑道正式投入使用。2018年4月26日二号航站楼于正式投入使用。

表 1: 白云机场历史沿革

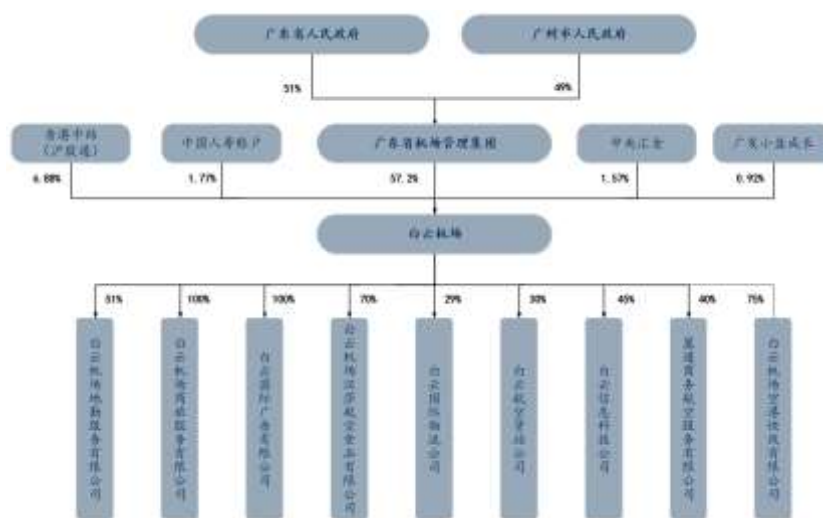
时间	事件
1933年	旧白云机场建成，原为军用，后改民用，由中国民航广州管理局管理。
1992年	民航广州管理局进行体制改革，广州白云国际机场公司成立，管理旧白云机场
1997年7月	白云机场迁建项目得到批复，民航局、广东省政府、广州市政府共同投资建设新白云机场
1997年8月	以白云国际机场作为核心企业，组建广州白云国际机场集团
1999年	白云机场集团与广州交通投资公司签署协议共同出资组建成立新机场公司
2000年	白云国际机场集团、中国国航、中国民航建设机场总公司、广州交通投资公司及新机场公司共同成立白云国际机场股份有限公司，新白云机场正式动工
2003年	白云国际机场股份有限公司（上市公司）完成IPO
2004年2月	民航局将白云机场等四家机场移交给广东省政府，广州白云机场集团组建为广东省机场管理集团公司
2004年8月	新白云机场正式启用，白云国际机场股份有限公司业务搬迁至新机场
2005年	上市公司推出股权分置改革方案，解决股权分置问题
2007年	公司非公开发行股票募集资金购买机场飞行区资产，并与广东省机场管理集团重新划分收入分成比例
2012年	白云机场扩建项目获得国家发改委批复并正式动工建设
2014年	白云机场扩建项目法人由广东省机场管理集团变更为白云机场股份有限公司
2015年	三跑道正式投入使用，预计在2018年二号航站楼也将投入使用
2018年4月	T2航站楼正式投入使用
2018年	白云机场三期扩建进入规划阶段
2021	白云机场三期扩建正式动工

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

股权结构及实际控制人：公司大股东为广东省机场管理集团，过去持股比例长期保持在 60%以上，2017 年公司前期发行的可转债全部转股，机场集团持股比例由 61.24%下降至 51.05%，2020 年公司对集团增发，增发完成后机场集团持股比例回升至 57.2%。公司实际控制人为广东省人民政府。

控股及参股企业：白云机场的控股及参股公司基本服务于机场的主营业务，其中主要控股公司包括白云机场地勤服务有限公司、白云机场空港快线有限公司、白云机场商旅服务有限公司、白云国际广告有限公司、白云机场汉莎航空食品有限公司；主要参股公司包括白云国际物流公司、白云航空货站公司、白云信息科技有限公司、广东省机场管理集团翼通商务航空服务有限公司。

图 1：白云机场股权结构



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

大湾区国际枢纽空港，客流持续增长

民航业繁荣带动机场吞吐量持续增长

民航发展促机场业务量增长：机场业务量主要由民航业驱动。21 世纪初，我国经济整体保持较高增速，商贸活动日趋频繁，商旅客数量水涨船高；步入二十一世纪的第二个十年，经济增速换挡，GDP 增速虽有所下降，但整体保持在合理区间。人均收入的提升强化了居民的消费能力，乘机出行成为大众化的选择，因私出行旅客数量快速增长，促进民航行业持续繁荣。2000 年至 2019 年，民航客运量从 6726 万人增至 6.6 亿人，增幅接近 900%，年均增速亦达 12.8%，旅客周转量从 996 亿客公里增至 11705 亿客公里，年均增速更是达到 14.0%。2020 年因新冠疫情影响，民航客流受到明显冲击，全年 4.18 亿人次，同比下

降 36.7%，旅客周转量 6311 亿客公里，同比下降 46.1%。

图 2：我国民航客运量及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：我国民航客运周转量及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

地处珠三角地区，经济发达客源基础良好：白云机场是我国中南机场群的核心机场，所在地广州位于珠三角核心地区。珠三角地处我国广东省南部，集中分布着广州、深圳、珠海、佛山等九大城市，毗邻港澳，把控珠江出海口，南望东南亚地区，具备得天独厚的地理优势，被誉为我国的南国门，自改革开放以来便成为我国经济发展的重要引擎。2019 年广州、深圳、珠海的人均 GDP 分别达到 15.64 万元、20.35 万元和 17.55 万元，远高于全国及广东省平均水平，经济较为发达，民航客源基础良好。

图 4：珠三角示意图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：2019 年珠三角各地人均 GDP（万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

基础设施保障经营能力，多重因素促白云机场业务量持续增长

历经新老交替，完善基建保障机场运营能力：上市之初，公司业务主要集中于老白云机场，2004 年转场至新机场运营。新白云机场位于广州市北部白云区人

和镇和花都区新华镇交界处，距离广州市中心直线距离约 28 公里，目前运营 T1、T2 航站楼和三条跑道，其中 T1 航站楼总面积达 52.3 万平方米，设计旅客吞吐量为 3500 万人次，T2 航站楼总建筑面积 88.07 万平方米，其中航站楼主体部分 65.87 万平米，GTC 建筑面积 22.2 万平米，设计旅客吞吐量 4500 万人次；三条跑道分别为机场建成之初便已投入使用的东跑道、西跑道两大远距跑道以及 2015 年 3 月投入使用的第三跑道，其中西跑道为“4E”等级，东跑道和第三跑道则均为机场跑道最高等级“4F”级别，可满足世界上最大客机 A380 机型起降需求。

三跑道建成前，白云机场东西跑道均可满足飞机独立起降需求，三跑道距东跑道 400 米建设，投入使用后与东跑道组合使用，分别满足飞机降落和起飞需求，而西跑道则仍为飞机独立起降。高规格建设的航站楼及跑道资源保障机场基础设施对经营能力形成强有力的支撑。

图 6: 白云机场硬件设施布局图



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

多重因素促白云机场运量持续增长：我们认为多因素促使白云机场业务量不断上行。

第一，从城市人口规模及经济体量看，广州作为我国传统一线城市，人口数量多，经济体量大，2019 年常住人口达到 1530.6 万人，位列广东省第一，GDP 达到 2.36 万亿元人民币，位居我国大中型城市前列，航空业及机场业蓬勃发展是必然趋势。

第二，从政策层面看，历史上白云机场被定位为一类二级机场，仅次于北京首都机场和上海浦东机场。2017 年机场收费改革，上调白云机场分类至一类一级，

一类一级机场相比一类二级机场的收费标准更低，结合发达的经济和明显的区位优势，更有利于吸引航空公司的业务投入。

第三，从主基地航空公司来看，白云机场是中国南方航空的主基地，而作为中国最大的航空公司，南方航空拥有白云机场超过 40% 的时刻份额，其运力资源的大力投入也是机场业务量持续增长的保证。

最后，广州地处珠三角北部，广东省的中心区域，一方面可吸引环珠三角地区的客流，另一方面，在珠三角地区机场圈中，白云机场距离南部海岸线周边的香港国际机场及深圳宝安机场距离相对较远，客源争夺竞争压力相对较小。

图 7：广州市历年 GDP 及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：珠三角机场圈示意图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

白云机场转场前即 2003 年，由于老机场容量触及瓶颈，叠加“非典”疫情影响，运营数据有所下滑，起降架次 14.23 万，同比下降 3.7%，旅客吞吐量 1501 万人，同比下降 6.3%。2004 年转场运营后，机场业务体量稳定上行达 10 年之久，直到 2014-2015 年由于跑道高峰起降架次逼近极限增速方才大幅趋缓。

三跑道虽于 2015 年启用，但民航局并未上调机场高峰小时起降容量，当年飞机起降架次 40.97 万，同比下降 0.6%，旅客吞吐量 5521 万，同比微升 0.8%。2016 年民航局将白云机场高峰起降架次数量从 65 架次提升至 71 架次，实际执行为 69 架次，时刻瓶颈终得以突破，2017 年起降架次 46.53 万，同比增长 6.9%，实现旅客吞吐量 6580.7 万人次，同比增长 10.2%。

2018 年白云机场 T2 航站楼投产后，公司产能持续突破瓶颈，目前执行 76+2 的高峰小时容量，旅客吞吐量继续攀升。2019 年起降架次 49.1 万架次，同比增长 2.9%，旅客吞吐量已经达到 7338 万人次，同比增长 5.2%，2020 年因疫情影响，公司业务量大幅下降，但得益于民航国内市场的强势复苏，下半年开始客流显著恢复，全年起降架次 37.3 万架次，同比下降 24%，旅客吞吐量 4377 万人次，同比下降 40.4%，吞吐量问鼎全球第一。

图 9：白云机场飞机起降架次及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 10：白云机场旅客吞吐量及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

历经完整产能周期，营收稳健上行，利润有所波动

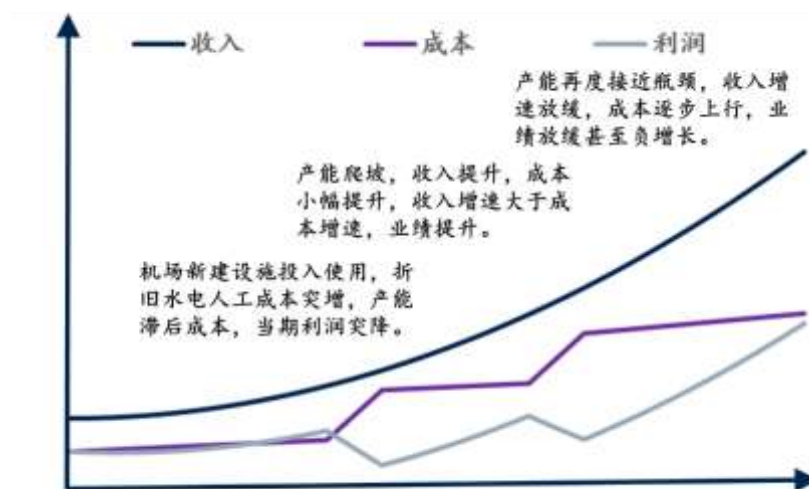
机场行业存在鲜明的产能周期，每个产能周期中可大致细分为产能突破期、产能爬坡期、产能瓶颈期。

第一个阶段为产能突破期，即新建跑道或航站楼投入使用，航空器起降架次及旅客吞吐量瓶颈得以突破，时刻资源充裕，产能逐步释放，收入开始提高，但同时由于大额在建工程转固带来折旧成本一次性大幅跃升以及经营资产体量扩张带来人工费用等成本的提升，业绩或一次性下降。

第二阶段为产能爬坡期，新增产能被逐步利用，业务体量持续增长，同时折旧等成本基本固定，收入增速大于成本增速，业绩逐步上行。

第三个阶段为产能瓶颈期，随着前期新增产能的不断消耗，机场高峰时刻起降架次及航站楼旅客吞吐量接近或达到上限，时刻增量逐步向非黄金时刻甚至清晨及夜间倾斜，同时航站楼日趋拥挤，对航空公司及旅客的吸引力逐步下降，业务量增速下行，同时职工薪酬等成本逐步上升，利润增速放缓甚至出现小幅回落，而产能扩张计划提上日程，资本支出增加，为进入下一个产能周期做准备。

图 11：机场的产能周期示意图



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司运营及管理白云机场航站楼及飞行区资产，业务包括以航空器、旅客及货物邮件为对象提供的起降、停场、旅客服务、安检、地面保障服务等航空性业务和以航空性业务为依托，包含货邮代理、物业租赁、特许经营、广告等业务的非航空性业务。机场转场初期飞行区资产由集团所有，2007 年公司非公开发行收购飞行区资产，此后收入分成比例显著提高，因此即便在经济危机冲击的 2008 年，收入方面依然保持良好增速。

2018 年 T2 航站楼投产，折旧等成本有所增加，2018 年底起民航发展基金返还取消且免税租金收入尚未形成足够体量，2018-2019 年公司盈利有所波动。2020 年集团进一步让渡旅客服务费分成比例，公司收取全部旅客服务费，且不再向集团缴纳水电管理费，但由于疫情冲击客流下滑，公司预亏 2.47-3.02 亿。

表 2：白云机场收入与集团分成比例

收费项目	2003 年起分成比例（公司：集团）	2008 年起分成比例（公司：集团）	2020 年资产置换（公司：集团）
起降费	75%：25%	100%：0%	100%：0%
旅客服务费	80%：20%	85%：15%	100%：0%
地面服务费	50%：50%	100%：0%	100%：0%
国际飞机停场费	0%：100%	100%：0%	100%：0%
国内飞机停场费	50%：50%	100%：0%	100%：0%
向集团缴纳水电管理费	25%	不超过 10%	0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：公司以应缴水电费总额向集团支付水电管理费

图 12: 白云机场收入及同比增速



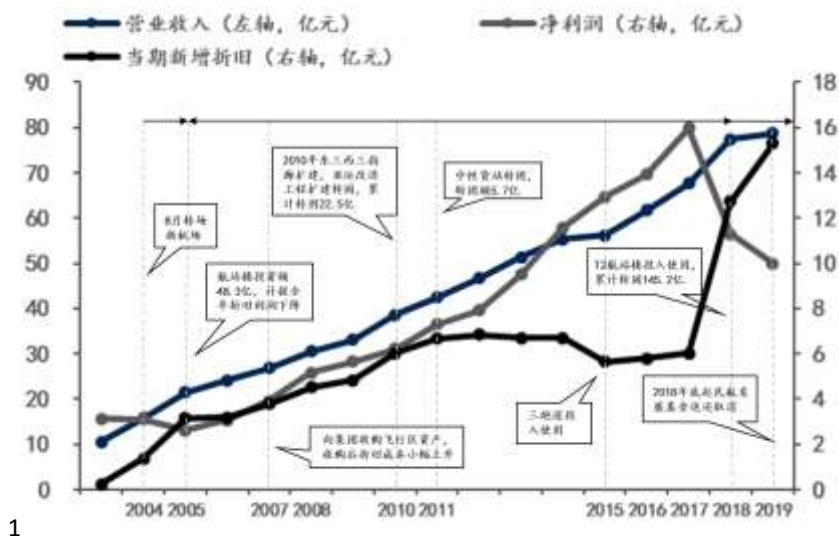
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 白云机场归母净利及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 白云机场产能周期示意图



1

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

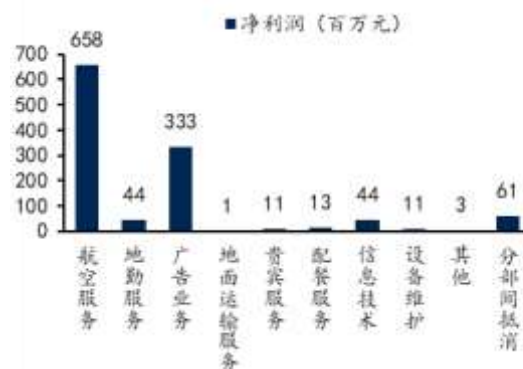
细分业务方面：历史上公司的收入确认口径包括航空服务收入和航空延伸性服务收入，其中航空性收入主要包括旅客综合服务、机场建设费返还、航班起降服务、航空地面服务、安全检查服务，而航空延伸性服务收入包括地面运输服务、广告业务、代理业务、特许经营业务、租赁业务、商品销售业务、停车场业务等多个细分项。2014年公司年报调整细分收入统计口径，调整后的业务仍分为航空服务收入和航空延伸服务收入，但航空服务收入不再进一步细分，航空延伸性服务则细分为地面运输业务、地勤业务、广告业务、贵宾业务、航空配餐服务收入等。2019年公司航空服务收入占主导地位，为66.9亿元，占总收入比重为85%，贡献净利润6.6亿，占净利润比重达到62%。

图 15：2019 白云机场营业收入构成（百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 16：2019 白云机场净利润构成（百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

枢纽机场航空主业依旧具备成长空间

由于枢纽机场所在地经济发达，航空公司率先抢占枢纽机场时刻资源，导致过去机场容量超饱和，时刻增量较低，但我们认为随着白云机场基建加码，效率提升，国际航线占比进一步提高，航空主业营收依旧具备成长空间。

基建加码，T3 建设将进一步打开空间

白云机场目前拥有三条跑道和两个航站楼。跑道方面，东跑道和三跑道构成一组近距离跑道，组合运营，西跑道独立运营。航站楼方面，自2018年4月T2航站楼投产后，白云机场运营效率显著提升，高峰容量持续增长，目前执行76+2高峰容量。

2020年民航局发布《民航局关于支持粤港澳大湾区民航协同发展的实施意见》，提出到2025年基本建成粤港澳大湾区世界级机场群，到2035年全面建成安全、

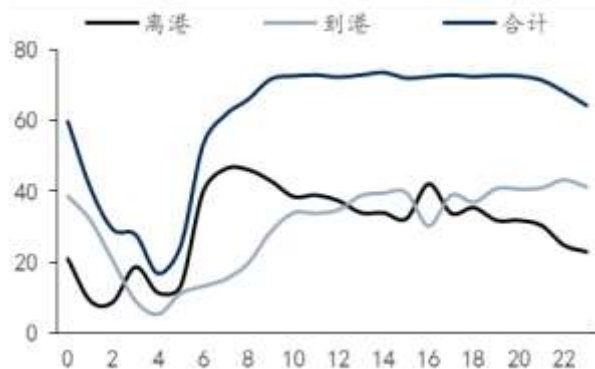
协同、绿色、智慧、人文的世界级机场群，其中着力提升广州国际航空枢纽的规模和功能。T2 航站楼投产后，白云机场高峰容量及业务量均得到显著提升，而目前三期扩建已经提上日程。2020 年白云机场三期扩建工程已经公示，拟修建第四跑道（3400×45m）、第五跑道（3800×45m）、T3 航站楼 44.3 万平方米和 T2 航站楼东四、西四指廊及连廊 14.4 万平米等，计划投资额 488.2 亿元，计划于 2025 年竣工。白云机场三期扩建拟以 2030 年旅客吞吐量 1.2 亿人次为目标，远期目标吞吐量 1.4 亿人次，随着新增航站楼及跑道投入使用，增长空间有望进一步打开。

三期扩建建设主体为机场集团，因此届时航站楼及跑道投产后公司一次性成本支出大概率相对可控，且机场集团允许机场上市公司根据其发展战略和经营管理需要选择三期扩建工程中合适的投资项目进行投资，利于增强上市公司长期发展潜力和盈利能力，此外，机场集团将支持上市公司经营三期扩建项目的商业相关业务（含免税、广告业务等），在免税商业租金持续增长的预期下，将对机场远期业绩形成正向刺激。

运营效率提升同样可以促进业务量稳健上行

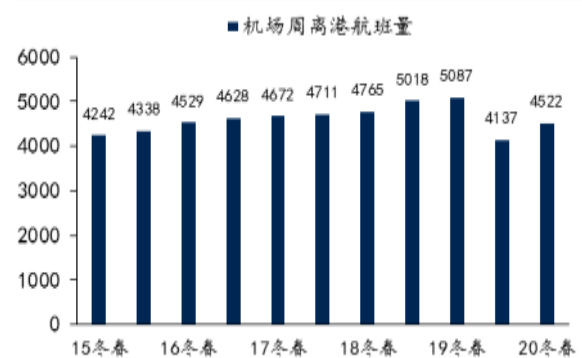
由于安全预留空间大，空域资源紧缺，我国机场跑道运营效率尚不及国际主流机场，随着机场运营效率的不断改善，高峰容量后续仍有一定提升空间。新冠疫情前，白云机场从早 9 点起至凌晨起降架次基本处于上限附近，可见当前时刻容量下航班排班已基本饱和，而这也说明只要枢纽机场释放时刻资源，航空公司就会对新增时刻资源进行充分利用，促进机场业务量持续增长。

图 17：白云机场 2019 冬春航季日内时刻分布



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 18：白云机场各航季计划时刻量变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2017 年 9 月民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构，提升航班正点率的若干政策措施》，确定机场时刻容量增减标准：最近一年内未发生机场、空管等原因导致的严重不安全事件，且机场航班放行正常率至少有 9 个月不低于 80% 的机场将可以调增机场容量。白云机场自 2018 年 9 月起至今准点率均保持在 80% 以上，可见未来起降架次将有序放量。后续随着 T3 航站楼及四、五跑道的

建成投产，公司业务水平有望再上台阶。

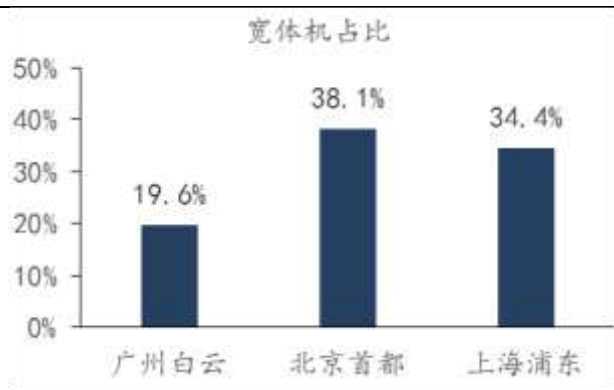
飞机大型化、业务国际化拉高航空主业收入

枢纽机场时刻紧张成为常态化，航空公司增量运力不得不集中投向二三线城市，于一线机场增加供给只能通过投放大飞机及加密飞机座位实现。疫情消退后，一线机场的时刻资源将再度被高度使用，航空公司将继续加码大型飞机的投放。

我们根据 2019 年冬春季时刻表测算，白云机场宽体机起降比例（含货机）占比约为 19.6%，在一类一级三大国际枢纽机场中，明显低于首都机场的 38.0% 及上海浦东的 34.4%，可见大飞机替换小飞机仍具备充足空间。

从航线及旅客结构的角度看，2019 年白云机场国际（含港澳台）旅客吞吐量为 1871.3 万人次，同比提高 8.0%，占旅客吞吐量的比例为 25.5%，占比同比提高 0.7 个百分点，且从趋势上看国际旅客占比不断提高。2017 年民航收费改革上调白云机场分类至一类一级，对应收费标准如下表所示。由表 3-4 中数据可见，机场国际线收费标准明显高于国际机场。随着白云机场战略地位提高至我国三大国际枢纽机场之一，国际航权分配的优先级，及地方政府对航空公司国际线开通的支持力度也将不断升级，国际线增长空间广阔。疫情消退后，国际航线有望迅速恢复，持续提振航空主业增速。

图 19: 2019 冬春季白云机场宽体机占比及对比测算



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 白云机场国际航线旅客量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 3：我国机场国内线航空主业收费标准

收费科目	分类	一类 1 级	一类 2 级	二类	三类
起降费	25 吨以下 (元/架)	240	250	250	270
	26-50 吨 (元/架)	650	700	700	800
	51-100 吨 (元/架)	1200+24* (T-50)	1250+25* (T-50)	1300+26 (T-50)	1400+26* (T-50)
	101-200 吨 (元/架)	2400+25* (T-100)	2500+25* (T-100)	2600+26* (T-100)	2700+26* (T-100)
	200 吨以上 (元/架)	5000+32* (T-200)	5100+32* (T-200)	5200+33* (T-200)	5300+33* (T-200)
停场费	(元)	2 小时内免费, 2-6 小时, 起降费 20%; 6-24 小时 25%; 24 小时以上, 每 24 小时 25% 不足 24 小时, 按 24 小时计			
客桥费	单桥 (元/架)	1 小时 200 元, 后续每 0.5 小时 100 元 不足 0.5 小时, 按 0.5 小时计			
	多桥 (元/架)	单桥标准倍数计收			
旅客服务费	(元/人)	34	40	42	42
安检费	旅客行李 (元/人)	8	9	10	10
	货物邮件 (元/吨)	53	60	62	63

资料来源: CAAC, 国信证券经济研究所整理

表 4：我国机场国际线航空主业收费标准

收费科目	分类	收费标准
起降费	25 吨以下 (元/架)	2000
	26-50 吨 (元/架)	2200
	51-100 吨 (元/架)	2200+40* (T-50)
	101-200 吨 (元/架)	4200+44* (T-100)
	200 吨以上 (元/架)	8600+56* (T-200)
停场费	(元)	2 小时内免费, 后续每停 24 小时, 按起降费 15% 不足 24 小时, 按 24 小时计
客桥费	单桥 (元/架)	1 小时 100 元, 后续每 0.5 小时 100 元 不足 0.5 小时, 按 0.5 小时计
	多桥 (元/架)	单桥标准倍数计收
旅客服务费	(元/人)	70
安检费	旅客行李 (元/人)	12
	货物邮件 (元/吨)	70

资料来源: CAAC, 国信证券经济研究所整理

非航贡献尚不显著，未来发展大有可为

过去我国枢纽机场管理者对机场商业价值并未充分发掘，很多采用自营形式，运营专业度相对较低，收入利润贡献较少。枢纽机场是高端公商务旅客的集散地，随着旅客群体收入逐步提升，机场消费将持续提高。未来枢纽机场在非航领域将转注于消费场景的打造，提高旅客消费转化率，并将商业实际运营外包给品牌商铺，以收取租金的形式获取收入。盈利模式上，枢纽机场作为处于资源垄断地位的地主方，周边无可比竞争者，对商铺经营者收取租金具备充分的议价权，非航收入长期空间广阔。

商业持续优化，T2 投产显著提高租金

白云机场非航收入与主要包括地面运输业务、广告业务、配餐服务、特许经营收入及租赁收入等，但由于 2018 年以前仅有 T1 航站楼，且商业运营效率不高，备受市场关注的商业租赁及免税销售租金收入体量并不大。2018 年 T2 航站楼

投产后，随着商业免税租金的提升，即便公司面临折旧成本大幅攀升、民航发展基金返还取消两大利空，但依然保持业绩的降幅可控。

T2 航站楼四层共设置七大商业板块，围绕“云+”总体概念对七大商业板块命名，形成不同品牌主题，分别为一层路侧到达商业核心区——“云客来”、二层空侧混流商业核心区——“云遇见”、三层国内出发核心餐饮区——“云味道”、三层国内出发一线品牌区——“云天一线”、三层国际出发商业区——“云东方”、三层路侧商业与服务区——“云集市”、四层路侧餐饮集中区——“云上天街”。

按照 2017 年白云机场 T2 有税商业招标的信息，T2 航站楼投产后的理论租金贡献约在 7 亿元左右，而后虽因为 T2 航站楼转场政策变动及疫情影响实际租金收入低于理论值，但随着疫情消退，客流恢复，租约重新谈判，未来租金将持续提升，贡献营收。

表 5: 四层商业空间布局

楼层	商业区	名称
一层	一层路侧到达商业核心区	“云客来”
二层	二层空侧混流商业核心区	“云遇见”
三层	三层国内出发核心餐饮区	“云味道”
	三层国内出发一线品牌区	“云天一线”
	三层国际出发商业区	“云东方”
四层	三层路侧商业与服务区	“云集市”
	四层路侧餐饮集中区	“云上天街”

资料来源：公司公告，国信证券研究所

广告业务同样具备成长空间

从消费场景来看，机场作为乘机出行旅客的必经之地，人流量大，人员密度高，广告宣传效果佳；从商业模式来看，广告阵地同样依托于机场航站楼资产，运营增量成本较低，增量收入转化为增量业绩的能力极强。

2017 年公司与德高广告签订 T2 及 GTC 广告媒体建设经营合同，合同周期自 2018 年 2 月-2023 年 1 月，采用保底+提成模式，首年保底资源使用费 3.6 亿元，五年保底资源使用费 20.29 亿元。2018 年公司与迪岸双赢公司签订 T1 航站楼广告媒体经营项目合同，合同周期自 2018 年 7 月-2023 年 4 月，首年保底租金 2.6 亿元，合同期内合计保底租金 16.78 亿。疫情后客流恢复，机场广告业务有望为公司持续创造价值。

表 6: 广告合同情况 (万元)

T1		T2	
第一年	26000	第一年	36000
第二年	29900	第二年	38160
第三年	34385	第三年	40450
第四年	39542.75	第四年	42877
第五年	37895.14	第五年	45449
超额提成	(年度销售额-对应年度提成基准数)*10%	超额提成	(年度销售额-对应年度提成基准数)*10%
合计保底	167722.89	合计保底	202935.4

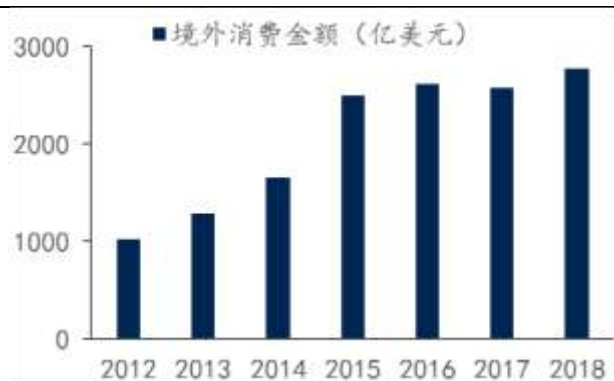
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

免税业务未来空间仍巨大

枢纽机场远期业绩弹性所在为免税租金收入的长期提升。中国经济的发展催生了居民的消费需求, 随着中国与世界的交融日趋深入, 越来越多的国人选择走出国门。国外尤其是欧美、日韩发达国家部分商品类别长期比国内更加丰富, 且相比于国内商品质量、价格均具备优势, 吸引大量国人前往购买, 部分地区如韩国等已经形成了针对外国尤其是中国人的商业产业链, 国人海外消费量持续上升。

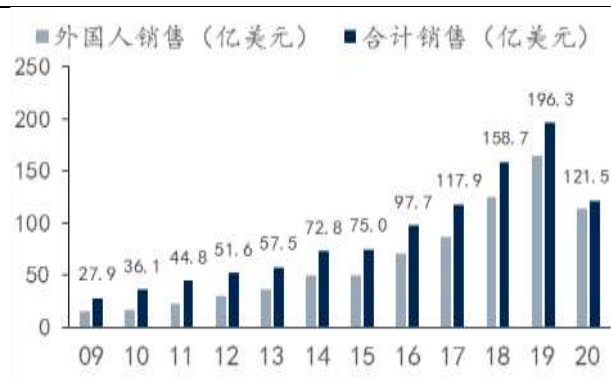
根据联合国旅游组织数据, 2018 年我国居民海外消费达到 2773 亿美元, 同比增长 5.2%, 免税品方面, 世界免税协会数据显示, 2019 年, 中国人消费了全球 40% 的免税品, 其中境外购买免税品整体规模超 1800 亿元。以韩国为例, 2019 年韩国免税销售额达到 196.3 亿美元, 其中大部分为外国人消费, 我国居民在韩国消费免税品金额于 2018 年达到 13.92 万亿韩元, 占当期韩国免税销售额的 73.4%, 并拉动韩国免税行业销售额屡创新高。

图 21: 中国旅客境外消费额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 韩国免税品消费额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

高企的海外消费在一定程度上导致财富外流, 因此如何将消费留在国内成为了国家政策层面的关注点。过去几年, 我国已经通过出台多个政策降低关税及大力发展免税行业吸引消费回流, 打造离岛免税和口岸免税为核心要点。

以机场免税店为例，2015 年底国务院同意在广州白云、深圳宝安等多个机场新开进境免税店；2016 年出台政策提高居民进境免税限额，自进境物品 5000 人民币不变的基础上，允许其在进境免税店增加一定数量的免税购物额，合计不超过 8000 元。我们认为未来免税政策有望不断放开，利好免税销售进一步扩张。

表 7: 口岸免税店政策

政策	内容
出境免税政策	《关于口岸进境免税店政策和增设方案的批复》
进境免税政策	《国务院关于口岸进境免税店政策和增设方案的批复》
进境免税政策	《关于口岸进境免税店政策的公告》

资料来源: 国务院网站, 国信证券经济研究所整理

2017 年前后机场免税招标火热, 北京首都、北京大兴、上海机场、广州白云机场免税招标不仅获取了相当高的保底租金, 亦均获得了 40% 左右的超额提成率, 凸显业主方的议价能力。新免税合约大幅提振了各公司 2019 年的业绩及股价, 然而新冠肺炎的爆发大大拖累了机场免税的发展进程。2020 年 3 月起至今我国国门基本处于关闭状态, 机场国际客流锐减, 机场方仅可获得保底甚至不及保底的租金收入。2021 年 1 月上海机场公布免税合约补充协议, 保底租金尚存条件, 超额租金丧失, 机场议价能力大幅下降, 股价短期也遭遇下杀。

表 8: 机场免税保底合同对比

免税招标	保底租金	提成率
上海两场	7 年 410 亿	综合提成率 42.5% (烟酒、香化 45%, 精品 25%)
北京首都 T2	首年保底 8.3 亿	47.50%
北京首都 T3	首年保底 22 亿	44%
北京大兴	首年保底 6.46 亿	烟酒 49%, 香化 46%, 精品 20%
广州白云 T1 进境	首年保底 2.83 亿	42%
广州白云 T2 进境	首年保底 4.24 亿	42%
广州白云 T2 出境	首年保底 1.38 亿	35%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 9: 上海机场免税合约补充协议概览

区间	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
客流 (万)	3851.4	486.4	租金计算方式 (百万)				
	客流 ≤ 3081		按系数计算	按系数计算	按系数计算	按系数计算	按系数计算
	3081 < 客流 ≤ 4172		3525	4375	4375	4375	4375
	4172 < 客流 ≤ 4404		4158	5160	5160	5160	5160
估算客流 (万)	4404 < 客流 ≤ 4636		4559	5658	5658	5658	5658
	4636 < 客流 ≤ 4868		4559	6288	6288	6288	6288
	4868 < 客流 ≤ 5100		4559	6288	6859	6859	6859
	5100 < 客流 ≤ 5360		4559	6288	6859	7464	7464
	5360 < 客流		4559	6288	6859	7464	8148

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

机场阶段性议价能力的下降更主要是来自于不可抗力下，短期国际客流断崖式下滑时的权益之举。长期来看，机场是国际客流的核心集散地，流量垄断地位无可比拟，而海南离岛免税的蓬勃发展有望壮大一批免税运营商，2018-2019年即便支付高额扣点租金，日上上海和日上中国依旧实现盈利，未来机场免税再度启动招标之时，如当前运营方提供的租金水平过低，则机场方拥有选择权，且国际惯例来看，成熟市场下市场化谈判的机场作为地主方均具备较高的收费能力，因此我们认为疫情消退后，随着国际客流的恢复，机场议价能力有望全面提升，持续提升收入利润预期。

图 23: 海南离岛免税快速增长有望壮大一批运营商



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 即便付出高额扣点, 日上上海、日上中国依然盈利



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

随着粤港澳大湾区的稳步建设，未来机场国际客流将持续提升，因此白云机场免税店在运营商方面的定位有望进一步提升。疫情前白云机场部分热点商品往往存在缺货现象，且销售价格相比上海机场、首都机场价格偏高，而免税品销量最重要就是品类的丰富度及价格优势，因此如机场店在运营商方面定位提升，缺货现象及价格劣势均有望逐步消除，利于白云机场免税品销售额快速提升，刺激公司租金收入提高。

表 10: 部分免税商品价格

精华	天猫旗舰店	日上上海免税店	北京日上 T3	白云机场免税店	深圳机场免税店	三亚免税城
雅诗兰黛小棕瓶		583	620	620	703	645
资生堂红研肌活精华 (傲娇精华 50ML)		563	599	660	721	678
SKII 精华 (330ML)	2150	1363	1480	1450	1531	1516
娇韵诗双萃赋活精华		604	643			715
兰蔻精华肌底液		1563	1663	1875		1850
娇兰复原蜜套装 100ML		1856	1974	1950		2027
化妆品	天猫旗舰店	日上上海免税店	北京日上 T3	白云机场免税店	深圳机场免税店	三亚免税城
SKII 护肤精华露 330ML	2150	1363	1480	1450	1531	1516
茵芙纱流金岁月凝润美肤水 200ML		244	260			
科颜氏金盏花爽肤水 260ML		332				413
悦木之源韦博士灵芝焕能精华水 200ML					271	273
海蓝之谜修护精粹液 150ML		803	854	840	930	860
雅诗兰黛初赋活原生液 200ML		576	613	655	663	653
珂丽柏蒂沁肌紧致蜜 250ML			708			739

兰蔻新清滢柔肤水 400ML		257	273	300	329	
赫莲娜悦活蓄能新肌水 200ML 套装		2054	2185	2400		2429
雪肌精化妆水 360ML 两件套		618				622
乳液	天猫旗舰店	日上上海免税店	北京日上 T3	白云机场免税店	深圳机场免税店	三亚免税城
倩碧 Clinique 卓越润肤乳 (天才黄油) 125ML		205	218	220	254	
希思黎 Sisley 全能乳液 125ML		1117	1188			1242
雪花秀 Sulwhasoo 滋盈肌本平衡乳 125ML		312			312	
肌肤之钥 CPB 光采夜间修复乳 125ML		825				
眼霜	天猫旗舰店	日上上海免税店	北京日上 T3	白云机场免税店	深圳机场免税店	三亚免税城
科颜氏牛油果保湿眼霜		313				376
伊丽莎白雅顿全致眼部胶囊精华液		367	390	395		
兰蔻精华肌底眼部凝霜		1563	1663	1875		1850
隔离	天猫旗舰店	日上上海免税店	北京日上 T3	白云机场免税店	深圳机场免税店	三亚免税城
肌肤之钥 CPB 光凝妆前霜		550	585			
香奈儿珍珠光采妆前乳		392				390
兰蔻水漾轻透隔离露	695					437
粉底	天猫旗舰店	日上上海免税店	北京日上 T3	白云机场免税店	深圳机场免税店	三亚免税城
玫珂菲全新双用水粉霜 50ML		269	286			
雅诗兰黛持妆粉底液		432				
阿玛尼纯净持妆粉底液		345	367			409
傲丽 covermark 修护粉底霜		1476				1848
雪花秀 Sulwhasoo 采淡致美气垫 BB 霜 15g*2		287	305		507	306
圣罗兰 YSL 妍活青春粉底液 30ml		354	377	460		456
口红	天猫旗舰店	日上上海免税店	北京日上 T3	白云机场免税店	深圳机场免税店	三亚免税城
魅可 MAC 时尚唇膏		118				
迪奥 028Actrice		212				230
圣罗兰 YSL 莹亮纯魅唇膏		198	211	220		232
纪梵希高级定制唇膏			205		271	219
圣罗兰纯口红		211				
香奈儿炫亮魅力唇膏丝绒系列		212	226			225
汤姆·福特唇膏		294	294	320		329
雅诗兰黛嫩色绯红唇膏	280		194			227
娇兰亲亲唇膏		220				

资料来源:杰西卡的秘密, 国信证券经济研究所整理

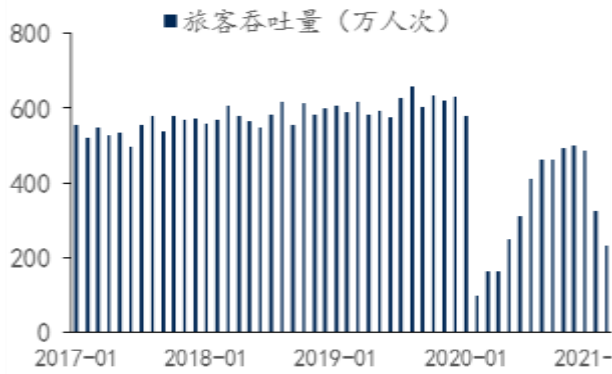
疫情后复苏迅速, 增长前景光明

目前国内疫情已经得到基本控制, 已经连续无新增本土病例, 民航客流逐步恢复, 去哪儿网信息显示清明、五一假期订票量已经接近或超过 2019 年同期水平。2020 年下半年民航整体出现复苏, 但三大枢纽对应城市方面, 北京、上海均出现局地散发疫情, 唯有广州独善其身, 客流持续恢复, 11 月客流量恢复至 2019 年的 80.7%, 国内客流完全恢复。

随着国内敏感人群广泛接种疫苗, 国内疫情再度反复的概率大幅下降, 国内客流持续复苏是大方向。国际航线方面, 国门开放更需要依托我国居民自身的疫苗接种率达到一定标准形成群体免疫, 参考海外疫情失控苗头显现时我国对全

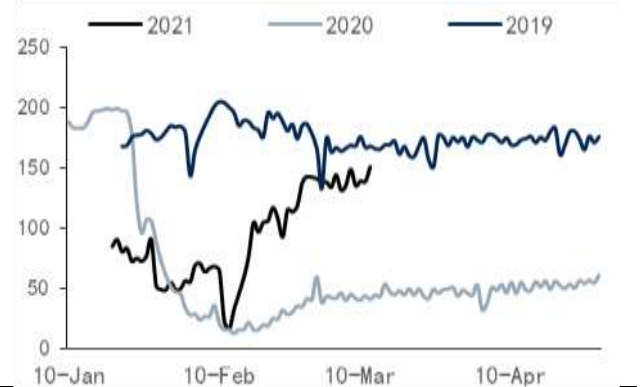
球而非针对某个国家封锁国门，同时考虑到历史上航空公司国际线主要集中于日韩东南亚及欧美澳发达国家，预计国门开放之时大部分目的地国家也可以完成对居民较高的疫苗保护率，因此我们认为当疫苗接种率接近或达到群体免疫时，我国将有望重新对全世界开放，届时机场国际客流将迅速复苏，拉动业绩迅猛回升。

图 25: 白云机场月度旅客吞吐量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 2021 年春运前后民航客流走势图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测及投资建议

2020 年公司业绩预告预计亏损 2.47-3.02 亿元。假设疫情逐步消退，国际线于 2022 年起显著恢复，免税销售逐步回归正常，预计 2020-2023 年营业收入分别为 50.5 亿、62.9 亿、91.6 亿、104.6 亿，归母净利润分别为-2.82 亿、1.93 亿、16.24 亿、22.82 亿，EPS 分别为-0.12 元、0.08 元、0.69 元、0.96 元。

表 11: 白云机场运营数据预测

基础数据	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
起降架次	477400	491249	373425	513617	614542	646195
国内线	354700	366249	327533	458546	504401	519533
国际线	122700	125000	45892	55070	110141	126662
旅客吞吐量 (万)	6974	7339	4377	6102	7852	8483
国内线	5242	5467	4119	5766	6343	6597
国际线	1732	1871	258	335	1509	1886
货邮吞吐量 (万吨)	184.4	190.2	175.95	190.56	203.43	213.04
国内线	78.85	72.60	58.13	66.85	73.53	77.95
国际线	105.54	117.60	117.82	123.71	129.90	135.10
YOY	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
起降架次	3.2%	2.9%	-24.0%	37.5%	19.6%	5.2%
国内线	2.9%	3.3%	-10.6%	40.0%	10.0%	3.0%
国际线	4.0%	1.9%	-63.3%	20.0%	100.0%	15.0%
旅客吞吐量	6.0%	5.2%	-40.4%	39.4%	28.7%	8.0%
国内线	5.0%	4.3%	-24.7%	40.0%	10.0%	4.0%
国际线	9.0%	8.0%	-86.2%	30.0%	350.0%	25.0%
货邮吞吐量	3.6%	3.2%	-7.5%	8.3%	6.8%	4.7%
国内线	2.9%	-7.9%	-19.9%	15.0%	10.0%	6.0%

国际线	4.0%	11.4%	0.2%	5.0%	5.0%	4.0%
-----	------	-------	------	------	------	------

资料来源:

表 12: 白云机场收入预测

营业收入 (亿元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	77.5	78.7	50.5	62.9	91.6	104.6
航空主业	35.0	28.0	15.4	22.1	30.9	33.9
非航收入	42.5	50.7	35.2	40.7	60.7	70.7
YOY	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	14.6%	1.6%	-35.8%	24.5%	45.7%	14.2%
航空主业	3.6%	-19.9%	-45.2%	44.1%	39.7%	9.5%
非航收入	25.5%	19.2%	-30.6%	15.9%	49.0%	16.5%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 13: 白云机场营业成本预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
人工成本	2084.5	2092.5	1569.4	1883.3	2259.9	2395.5
yoy	12.9%	0.4%	-25.0%	20.0%	20.0%	6.0%
折旧费	1255.6	1520.6	1493.4	1528.8	1572.3	1622.2
yoy	178.7%	21.1%	-1.8%	2.4%	2.8%	3.2%
直接成本	427.8	442.7	354.1	425.0	488.7	513.2
yoy	-7.3%	3.5%	-20.0%	20.0%	15.0%	5.0%
维修费	279.8	349.0	314.1	361.2	397.4	409.3
yoy	-6.4%	24.7%	-10.0%	15.0%	10.0%	3.0%
水电费及水电管理费	261.6	250.7	200.5	230.6	276.7	290.6
yoy	42.1%	-4.2%	-20.0%	15.0%	20.0%	5.0%
劳务费	336.4	436.2	348.9	401.3	481.5	515.2
yoy	194.9%	29.6%	-20.0%	15.0%	20.0%	7.0%
其它运行成本	796.5	880.7	792.6	911.5	1002.7	1072.9
yoy	20.0%	10.6%	-10.0%	15.0%	10.0%	7.0%
合计	5442.3	5972.4	5073.2	5741.7	6479.2	6818.8
yoy	35.4%	9.7%	-15.1%	13.2%	12.8%	5.2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 14: 白云机场业绩预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿)	77.47	78.70	50.51	62.87	91.61	104.58
营业成本 (亿)	54.42	59.72	50.73	57.42	64.79	68.19
销售费用 (亿)	0.69	0.12	0.10	0.13	0.18	0.21
管理+研发费用 (亿)	4.01	4.02	3.54	3.02	4.12	4.71
财务费用 (亿)	1.57	0.55	-0.49	-0.99	-1.27	-1.78
利润总额 (亿)	15.38	13.27	-3.98	2.73	22.96	32.26
所得税 (亿)	3.76	2.71	-1.00	0.68	5.74	8.06
净利润 (亿)	11.62	10.57	-2.99	2.05	17.22	24.19
少数股东权益 (亿)	0.33	0.57	-0.17	0.12	0.98	1.38
归母净利润 (亿)	11.29	10.00	-2.82	1.93	16.24	22.82
EPS (元)	0.55	0.48	-0.12	0.08	0.69	0.96

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们认为当国门开放, 国际客大幅恢复后, 白云机场有望迎来戴维斯双击。自非航业务成为主导机场业绩的核心逻辑开始, 白云机场的 PE 估值水平显著提

升，2019年下半年起维持在40倍以上，可见投资者更侧重于机场股的类消费属性，着眼于长期。给予“买入”评级及目标价19.2元，目标价对应2023年的PE估值为20倍。

图 27：白云机场历史 PE 估值水平



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济下滑超预期：民航需求与宏观经济景气度高度挂钩，如宏观经济下滑速度超预期，这民航需求将受到显著影响，进而影响机场起降及旅客吞吐量，拖累业绩表现。

疫情持续时间超预期：疫情持续时间决定了国际航线的恢复进度，如疫情持续超预期，这国际线恢复速度将明显慢于预期，不利于公司航空主业及商业免税广告等业务的恢复，影响业绩表现。

免税合同或经营不及预期：非航尤其是免税业务已经成为了机场业绩弹性的助推器，如果后续免税合同发生不利变化或免税销售持续不及预期，则公司业绩有可能不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1231	5480	5817	7283	营业收入	7870	5051	6287	9161
应收款项	994	969	1033	1255	营业成本	5972	5073	5742	6479
存货净额	66	71	71	69	营业税金及附加	163	101	107	137
其他流动资产	239	202	189	275	销售费用	12	10	13	18
流动资产合计	2531	6722	7110	8882	管理费用	461	374	322	432
固定资产	21043	20533	20100	19620	财务费用	55	(49)	(99)	(127)
无形资产及其他	499	479	459	439	投资收益	49	50	60	65
投资性房地产	671	671	671	671	资产减值及公允价值变动	(13)	(3)	(5)	(7)
长期股权投资	263	293	330	366	其他收入	73	0	0	0
资产总计	25007	28698	28670	29978	营业利润	1316	(411)	258	2279
短期借款及交易性金融负债	0	647	389	345	营业外净收支	12	13	15	17
应付款项	727	706	769	829	利润总额	1327	(398)	273	2296
其他流动负债	6310	6471	6488	6570	所得税费用	271	(100)	68	574
流动负债合计	7037	7824	7646	7744	少数股东损益	57	(17)	12	98
长期借款及应付债券	600	600	600	600	归属于母公司净利润	1000	(282)	193	1624
其他长期负债	901	904	910	915					
长期负债合计	1501	1504	1510	1515	现金流量表 (百万元)				
负债合计	8539	9328	9156	9260	净利润	1000	(282)	193	1624
少数股东权益	180	163	171	240	资产减值准备	(45)	13	0	0
股东权益	16289	19207	19342	20479	折旧摊销	1589	1513	1549	1592
负债和股东权益总计	25007	28698	28670	29978	公允价值变动损失	13	3	5	7
					财务费用	55	(49)	(99)	(127)
					营运资本变动	(2243)	215	34	(159)
					其它	78	(30)	8	69
					经营活动现金流	392	1433	1789	3133
					资本开支	(490)	(1000)	(1100)	(1100)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(533)	(1030)	(1137)	(1137)
					权益性融资	0	3200	0	0
					负债净变化	(50)	0	0	0
					支付股利、利息	(430)	0	(58)	(487)
					其它融资现金流	48	647	(258)	(44)
					融资活动现金流	(911)	3847	(316)	(531)
					现金净变动	(1053)	4249	337	1466
					货币资金的期初余额	2284	1231	5480	5817
					货币资金的期末余额	1231	5480	5817	7283
					企业自由现金流	(141)	348	561	1904
					权益自由现金流	(142)	1031	377	1956

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.48	-0.12	0.08	0.69
每股红利	0.21	0.00	0.02	0.21
每股净资产	7.87	8.12	8.17	8.65
ROIC	6%	-2%	1%	10%
ROE	6%	-1%	1%	8%
毛利率	24%	0%	9%	29%
EBIT Margin	16%	-10%	2%	23%
EBITDA Margin	36%	20%	26%	40%
收入增长	2%	-36%	24%	46%
净利润增长率	-11%	--	-169%	741%
资产负债率	35%	33%	33%	32%
息率	1.6%	0.0%	0.2%	1.8%
P/E	26.5	-107.7	157.1	18.7
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.3	39.4	23.9	10.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032