

公司研究

国内航空需求恢复，推动盈利能力改善

——白云机场（600004.SH）2020年报及2021年一季度点评

要点

◆**事件：公司发布2020年报及2021年一季度报。**公司2020年实现营业收入52.2亿元，同比下降36.58%（调整后）；实现归母净亏损2.5亿元，同比由盈转亏；实现扣非归母净亏损6.5亿元，同比由盈转亏。尽管公司2020年未实现盈利，仍拟派发现金股利（税前）0.0423元/股。公司2021年一季度实现营业收入11.9亿元，同比下降9.8%，实现归母净亏损1.55亿元，亏损同比扩大约146%，实现扣非归母净亏损1.66亿元，亏损同比减少约11%。

◆**旅客吞吐量下降导致航空服务业收入下降。**受疫情影响，公司2020年完成旅客吞吐量约4,377万人次，较上年同期下降约40%，在全球机场中排名第一。其中，2020年国内、地区、国际旅客吞吐量分别同比下降25%、92%、86%。公司2020年完成飞机起降架次约37.34万架次，同比下降约24%。受益于国内航空需求的快速恢复，公司2020年下半年旅客吞吐量、飞机起降架次环比2020年上半年分别增加80.2%、56.2%。综合以上因素，公司2020年航空服务业实现营业收入约52.2亿元，同比下降36.58%。

◆**部分运营成本刚性拖累公司毛利率。**公司2020年航空服务业营业成本较上年下降13.02%，降幅低于收入降幅，主要原因是机场部分运营成本较为刚性以及承担了部分疫情防控支出。公司2020年折旧费、维修费分别同比变化-0.55%、+2.64%。2020年公司航空服务业毛利率为-1.16%，较上年（18%）由正转负。

◆**国内疫情缓解，需求快速恢复。**公司2021年第一季度完成飞机起降架次9.56万架次，同比增长30.46%，恢复至19年同期水平的78.8%，其中国内飞机起降架次同比增长57.17%，恢复至19年同期水平的96.1%；公司2021年第一季度完成旅客吞吐量1063万人次，同比增长26.79%，恢复至19年同期水平的58.6%，其中国内旅客吞吐量同比增长64.89%，恢复至19年同期水平的77.5%。

◆**三期扩建稳步推进，长期发展潜力巨大。**根据规划，白云机场三期扩建完成后将拥有3座航站楼、5条跑道，远期终端容量规模将达到旅客吞吐量1.4亿人次、货邮吞吐量600万吨。相比大湾区南部，广州的空域环境相对宽松，未来白云机场的空域条件将进一步优化。综合空地两方面的优势，白云机场将成为大湾区最具拓展潜力的航空枢纽。

◆**投资建议：**国内航空需求快速恢复，公司盈利能力也将随之恢复；海外疫情反复继续压制海外航空出行需求，免税业务复苏仍须等待。考虑新冠疫情持续时间超出预期，我们下调公司21-22年净利润66%/8%至4.14亿元/12.03亿元，对应EPS分别为0.18元/0.51元，新增23年净利润为15.56亿元，对应EPS为0.66元；考虑三期扩建保证未来公司成长潜力，我们维持公司“增持”评级。

◆**风险提示：**新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期；宏观经济下行影响航空需求下行；机场小时容量提升缓慢；海外航线旅客吞吐量增长缓慢。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,870	5,225	6,714	8,433	9,473
营业收入增长率	1.59%	-33.61%	28.50%	25.62%	12.32%
净利润（百万元）	1,000	-250	414	1,203	1,556
净利润增长率	-11.45%	-	-	190.38%	29.38%
EPS（元）	0.48	-0.11	0.18	0.51	0.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.14%	-1.30%	2.12%	5.82%	7.12%
P/E	25	-	69	24	18
P/B	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-30；公司2019年底股本约20.7亿股，2020年因增发股本增加至23.7亿股。

增持（维持）

当前价：12.16元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

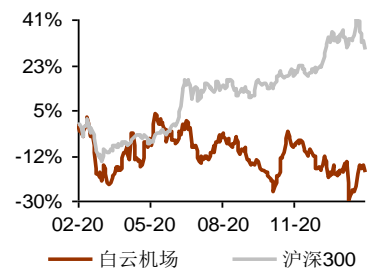
021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.67
总市值(亿元)	287.79
一年最低/最高(元)	11.34/17.42
近3月换手率	56.73%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.74	-3.61	-18.98
绝对	-8.83	-2.70	-18.07

资料来源：Wind

相关研报

3月民航恢复势头持续向好，“五一”机票预订量价齐升——航空运输业2021年3月经营数据点评（2021-04-16）

卫星厅投产在即，生产经营有望快速恢复——深圳机场（000089.SZ）2020年报点评（2021-04-02）

免税协议修订落地，静待海外需求恢复——上海机场（600009.SH）2020年报点评（2021-03-27）

寒冬已过，春日可期——交通运输行业2021年春季策略报告（2021-03-04）

国内需求恢复改善经营，三期扩建打开成长空间——白云机场（600004.SH）2020年中报点评（2020-08-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,870	5,225	6,714	8,433	9,473
营业成本	5,972	5,285	5,805	6,370	6,896
折旧和摊销	1,589	1,639	1,696	1,709	1,721
税金及附加	163	87	134	169	189
销售费用	12	69	13	17	19
管理费用	461	364	336	422	474
研发费用	28	33	24	30	33
财务费用	55	-115	-44	-69	-103
投资收益	49	226	50	50	50
营业利润	1,316	-175	549	1,613	2,090
利润总额	1,327	-148	559	1,623	2,100
所得税	271	84	123	357	462
净利润	1,057	-232	436	1,266	1,638
少数股东损益	57	18	22	63	82
归属母公司净利润	1,000	-250	414	1,203	1,556
EPS(元)	0.48	-0.11	0.18	0.51	0.66

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,013	-35	1,849	2,714	3,172
净利润	1,000	-250	414	1,203	1,556
折旧摊销	1,589	1,639	1,696	1,709	1,721
净营运资金增加	2,028	729	389	416	181
其他	-1,604	-2,151	-651	-613	-285
投资活动产生现金流	-1,059	-1,154	-150	-175	-150
净资本支出	-1,062	-1,351	-200	-200	-200
长期投资变化	263	457	0	0	0
其他资产变化	-260	-259	50	25	50
融资活动现金流	-3,000	2,273	-69	-57	-271
股本变化	0	297	0	0	0
债务净变化	-570	-580	-20	0	0
无息负债变化	-2,214	-1,124	181	235	215
净现金流	-1,044	1,085	1,630	2,482	2,751

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	24.1%	-1.2%	13.5%	24.5%	27.2%
EBITDA 率	36.7%	22.1%	32.0%	38.0%	38.6%
EBIT 率	16.4%	-9.4%	6.8%	17.7%	20.4%
税前净利润率	16.9%	-2.8%	8.3%	19.2%	22.2%
归母净利润率	12.7%	-4.8%	6.2%	14.3%	16.4%
ROA	4.2%	-0.9%	1.6%	4.5%	5.5%
ROE (摊薄)	6.1%	-1.3%	2.1%	5.8%	7.1%
经营性 ROIC	6.2%	-4.4%	2.2%	7.7%	11.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	34%	26%	26%	26%	25%
流动比率	0.36	0.63	0.92	1.33	1.72
速动比率	0.35	0.62	0.91	1.31	1.71
归母权益/有息债务	27.15	963.06	-	-	-
有形资产/有息债务	40.24	1278.07	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	25,007	26,298	26,803	28,179	29,657
货币资金	1,231	2,325	3,955	6,437	9,188
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	935	1,107	1,422	1,787	2,007
应收票据	18	18	23	29	32
其他应收款 (合计)	42	44	56	70	79
存货	66	63	69	75	82
其他流动资产	229	339	339	339	339
流动资产合计	2,531	3,911	5,882	8,757	11,748
其他权益工具	190	172	172	172	172
长期股权投资	263	457	457	457	457
固定资产	20,705	20,597	19,173	17,699	16,195
在建工程	339	248	174	137	118
无形资产	499	439	430	421	413
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	119	177	177	177	177
非流动资产合计	22,476	22,387	20,921	19,421	17,908
总负债	8,539	6,835	6,996	7,231	7,447
短期借款	0	20	0	0	0
应付账款	727	757	831	912	988
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	86	28	36	46	51
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	7,037	6,218	6,373	6,609	6,824
长期借款	600	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	450	267	267	267	267
非流动负债合计	1,501	617	623	623	623
股东权益	16,469	19,463	19,807	20,947	22,210
股本	2,069	2,367	2,367	2,367	2,367
公积金	7,564	10,820	10,862	10,982	11,116
未分配利润	6,576	6,022	6,294	7,246	8,288
归属母公司权益	16,289	19,261	19,583	20,660	21,841
少数股东权益	180	202	224	287	369

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.16%	1.31%	0.20%	0.20%	0.20%
管理费用率	5.86%	6.97%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	0.69%	-2.20%	-0.65%	-0.81%	-1.09%
研发费用率	0.35%	0.62%	0.35%	0.35%	0.35%
所得税率	20%	-56%	22%	22%	22%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.04	0.06	0.16	0.21
每股经营现金流	1.46	-0.01	0.78	1.15	1.34
每股净资产	7.87	8.14	8.27	8.73	9.23
每股销售收入	3.80	2.21	2.84	3.56	4.00

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	25	-	69	24	18
PB	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.0	23.7	12.0	7.4	5.8
股息率	1.2%	0.3%	0.5%	1.3%	1.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE