

白云机场 (600004.SH)

三季度亏损收窄，关注国际客流量复苏进程

核心观点：

- **21Q3 季度，公司营收录得 12.34 亿元，同比-12%。**受国内部分地区疫情扩散影响，白云机场飞机起降架次为 8.83 万架次，较 20 年同期下滑 17%；旅客吞吐量为 946 万人次，较 20 年同期下滑 29%。整体来看，21Q3 季度，白云机场飞机起降架次大致相当于 19 年同期的 71%，旅客吞吐量大致相当于 19 年同期的 50%。航空货运业务保持相对高景气度，三季度公司货邮吞吐量为 51 万吨，同比增长 9%。
- **21Q3 季度，公司归母净利为-0.80 亿元，较 21Q2 及 20Q3 亏损有所缩窄。**公司今年上半年开始执行新租赁准则，预计新增大量租赁负债进表，租赁费支出不在成本列支，致使折旧摊销成本增加而运维成本下降。整体看，公司营业总成本较为稳定，2021 年前三季度营业成本同比增速为 2%。同时，在疫情影响下公司缩减开支，管理费用有所下降，但受新准则影响，公司新增租赁负债利息费用和债券利息费用，21Q3 季度财务费用为 0.27 亿元；公司总体的四费率达 11.72%。
- **国际客流量的复苏是公司经营层面变化的核心因素，关注中国本国人全民免疫进程。**若新冠口服药物推进顺利，或有望明显减少输入性病例对国内航线需求的负面影响。但新冠极高的传染系数使得只要中国国内没有形成全民免疫，入境旅客隔离 14 天的政策可能会很难取消。如果海外尤其是欧美国家逐渐普及新冠疫苗，中国国内形成有效全民免疫屏障，那么行业或有望迎来恢复式增长。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到国际旅客流量复苏进度，我们预计 21-23 年 EPS 分别为-0.17、0.17、0.64 元/股，对应 22-23 年 PE 为 64.88、17.52 倍。结合 PE 和 DCF 两种估值方法，公司合理价值为 15.5 元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示。**海外疫情波动；行业过度竞争；成本膨胀。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,239	5,225	5,231	6,546	8,434
增长率（%）	6.3	-36.6	0.1	25.1	28.8
EBITDA（百万元）	3,077	1,150	1,074	2,103	3,506
归母净利润（百万元）	1,074	-250	-398	408	1,510
增长率（%）	-4.9	-123.3	-58.9	-	270.3
EPS（元/股）	0.52	-0.11	-0.17	0.17	0.64
市盈率（P/E）	33.62	-	-	64.88	17.52
ROE（%）	6.6	-1.3	-2.1	2.1	7.3
EV/EBITDA	11.53	29.35	26.45	13.81	8.24

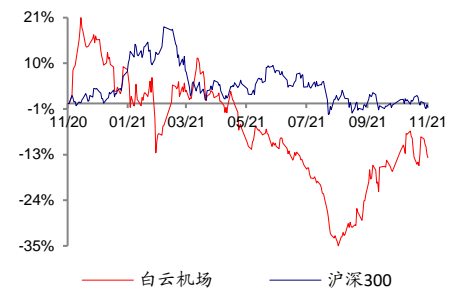
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	11.18 元
合理价值	15.5 元
前次评级	增持
报告日期	2021-11-07

相对市场表现



分析师：

徐君



SAC 执证号：S0260520100003



SFC CE No. BRJ972



021-38003620



xjun@gf.com.cn

目录索引

一、21Q3 季度，公司营收录得 12.34 亿元，同比-12%	4
二、成本整体较为稳定，财务费用明显增加.....	5
三、盈利预测和投资建议.....	5
四、风险提示	11

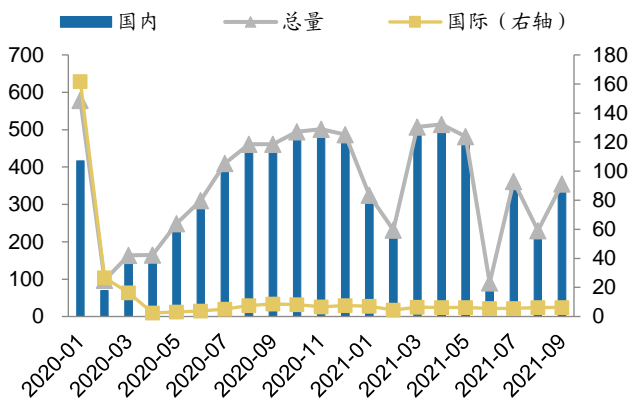
图表索引

图 1: 白云机场旅客吞吐量情况 (万人次)	4
图 2: 白云机场飞机起降架次情况 (架次)	4
图 3: 白云机场货邮吞吐量情况 (万吨)	4
图 4: 白云机场营业收入季度波动情况 (亿元)	4
图 5: 白云机场营业成本季度变动情况 (亿元)	5
图 6: 白云机场四费季度变动情况 (亿元)	5
图 7: 白云机场广告业务毛利、毛利率及毛利占比	8
图 8: 疫情前机场行业 PE 估值情况	11
表 1: 白云机场各免税店免税面积、提成、月保底销售额 (亿元)	6
表 2: 白云机场免税店保底租金 (亿元)	6
表 3: 白云机场广告业务收入	7
表 4: 白云机场有关广告业务的仲裁情况	7
表 5: 白云机场主要业务及假设 (亿元)	9
表 6: 白云机场 DCF 测算 (百万元)	10
表 7: 可比公司估值情况对比	10

一、21Q3 季度，公司营收录得 12.34 亿元，同比-12%

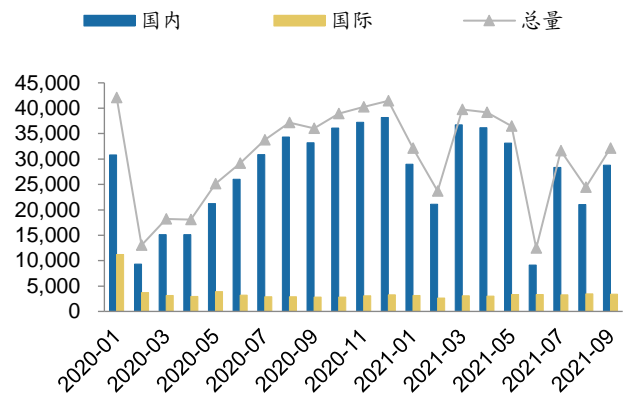
2021Q3季度，受国内部分地区疫情扩散影响，白云机场飞机起降架次为8.83万架次，较20年同期下滑17%；旅客吞吐量为946万人次，较20年同期下滑29%。整体来看，21Q3季度，白云机场飞机起降架次大致相当于19年同期的71%，旅客吞吐量大致相当于19年同期的50%。航空货运业务保持相对高景气度，三季度公司货邮吞吐量为51万吨，同比增长9%。受机场客流减小影响，21Q3季度，公司营业收入录得12.34亿元，同比-12.36%。

图1：白云机场旅客吞吐量情况（万人次）



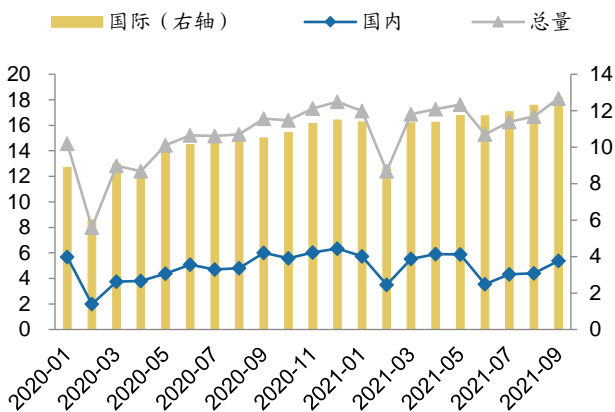
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：白云机场飞机起降架次情况（架次）



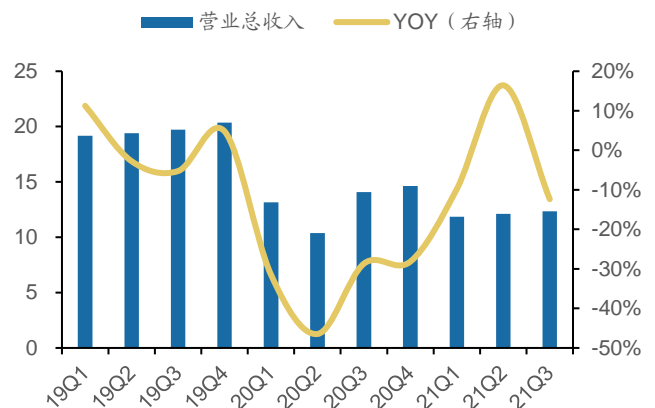
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：白云机场货邮吞吐量情况（万吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：白云机场营业收入季度波动情况（亿元）

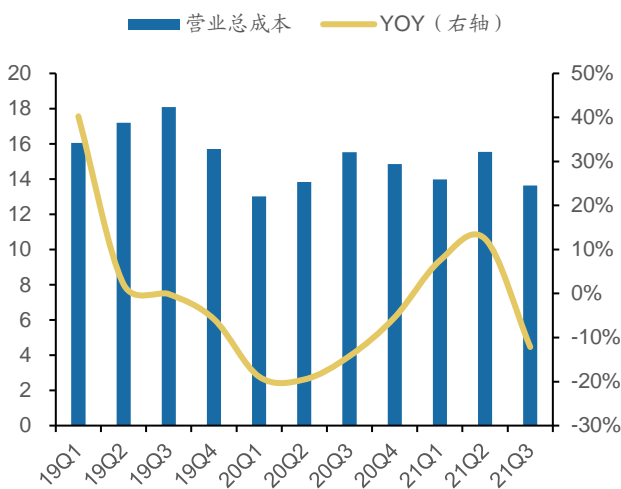


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、成本整体较为稳定，财务费用明显增加

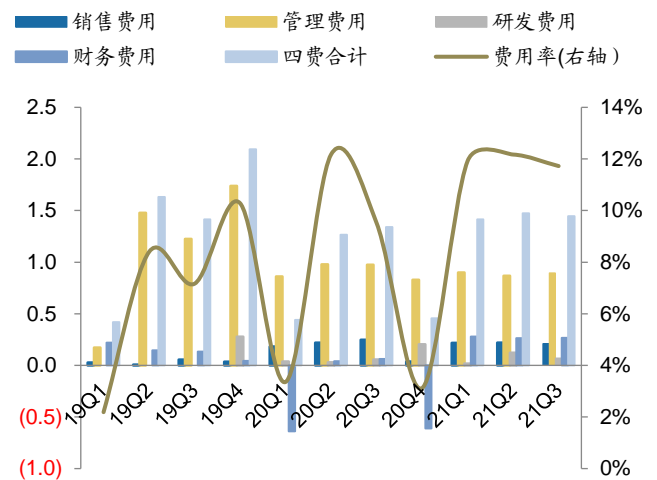
公司今年上半年开始执行新租赁准则，预计新增大量租赁负债进表，租赁费支出不在成本列支，致使折旧摊销成本增加而运维成本下降。21Q3季度，公司营业成本为13.64亿元，同比下降12.15%。整体看，公司营业总成本较为稳定，2021年前三季度营业成本同比增速为2%。同时，在疫情影响下公司缩减开支，管理费用有所下降，不过受新准则影响，公司新增租赁负债利息费用和债券利息费用，21Q3季度财务费用为0.27亿元；公司总体的四费率达11.72%。

图5：白云机场营业成本季度变动情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：白云机场四费季度变动情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

（一）免税租金：业务起步阶段，疫情冲击较小

白云机场进出境免税店均由中免运营。2017年，白云机场与中国中免就机场进出境免税店、二号航站楼出境免税店签订免税项目经营合作协议。

据2019年中国中免年报披露，白云机场2019年免税店销售额为19.2亿元，预估该年度机场免税租金为6.97亿元，超过协议约定的保底免税租金收入。在新冠疫情疫情影响下，国际客流持续低迷状态，2020年、2021年机场免税店经营受到冲击。对比上海机场的免税业务，白云机场免税业务体量较小（2019年，上机免税租金达52亿元），扣点率更低，整体仍处于起步阶段。因此，上海机场与中国中免签订的免税合同补充协议对白云机场而言不具参考性，白云机场目前也暂时未披露会同中国中免就原免税协议进行进一步协商。我们认为，免税店经营在受到疫情影响的条件下，白云机场的免税租金或仍维持在保底租金水平，在国际航线逐步放开后，机场免税业务也将迎来发展高速期。

我们对协议进行进一步的拆分以及比照T2出境免税店估算出T1出境免税店的保底租金，预计白云机场2021-2023年免税租金为5.66/6.00/6.36亿元。

表1：白云机场各免税店免税面积、提成、月保底销售额（亿元）

	T1 出-估算	T2 出	T1 入	T2 入
提成比例	35%	35%	42%	42%
面积（平方米）	1300	3554	400	1100
第1年	0.12	0.33	0.24	0.35
第2年	0.13	0.35	0.25	0.37
第3年	0.14	0.37	0.26	0.40
第4年	0.14	0.39	0.28	0.42
第5年	0.15	0.42	0.30	0.45
第6年	0.16	0.44	0.32	0.47
第7年	0.17	0.47	0.33	0.50
第8年	0.18	0.49	0.35	0.53

数据来源：《白云机场:关于签订进境免税项目经营合作协议公告》，《白云机场:关于签订二号航站楼出境免税店项目经营合作协议公告》，广发证券发展研究中心

注：红字为估算金额，T2出境免税店合同第一年为2018.8.1-2019.7.31，T1&T2入境免税店合同第一年为2018.4.1-2019.3.31

表2：白云机场免税店保底租金（亿元）

	T1 出-估算	T2 出	T1 入	T2 入	免税保底租金 合计
2019	0.52	1.42	1.24	1.86	5.04
2020	0.55	1.50	1.32	1.97	5.34
2021	0.58	1.59	1.39	2.09	5.66
2022	0.62	1.69	1.48	2.22	6.00
2023	0.65	1.79	1.57	2.35	6.36
2024	0.69	1.90	1.66	2.49	6.74
2025	0.74	2.01	1.76	2.64	7.15

数据来源：《白云机场:关于签订二号航站楼出境免税店项目经营合作协议公告》，广发证券发展研究中心

注：红字为估算金额

（二）广告业务：机场客流减小，关注仲裁进程

2018年，白云机场广告业务采取特许经营业务，公司分别与迪岸公司、德高公司就T1、T2航站楼签署广告媒体经营项目合同，广告发布费采用“保底价+超额提成”的计费模式。广告合同预计给公司带来37.06亿元的收入，在不考虑疫情的影响下，2021-2022年广告业务收入预计为7.90/8.71亿元。

表3: 白云机场广告业务收入

	时间段	保底金额 (百万元)	对应会计年度	广告收入 (百万元)
T1 航站楼	2018.7.1-2019.6.30		2018	130.0
	2019.7.1-2020.6.30	299.0	2019	279.5
	2020.7.1-2021.6.30	343.9	2020	321.4
	2021.7.1-2022.6.30	395.4	2021	369.6
	2022.7.1-2023.4.30	379.0	2022	425.1
T2 航站楼	2018.5.1-2019.4.29	360.0	2018	240.0
	2019.5.1-2020.4.29	382.0	2019	374.7
	2020.5.1-2021.4.30	404.0	2020	396.7
	2021.5.1-2022.4.30	429.0	2021	420.7
	2022.5.1-2023.4.31	454.0	2022	445.7

数据来源:《白云机场:关于签订二号航站楼及 GTC 广告媒体建设经营合同的公告》,《白云机场:关于签订 T1 航站楼广告媒体经营项目合同的公告》,广发证券发展研究中心

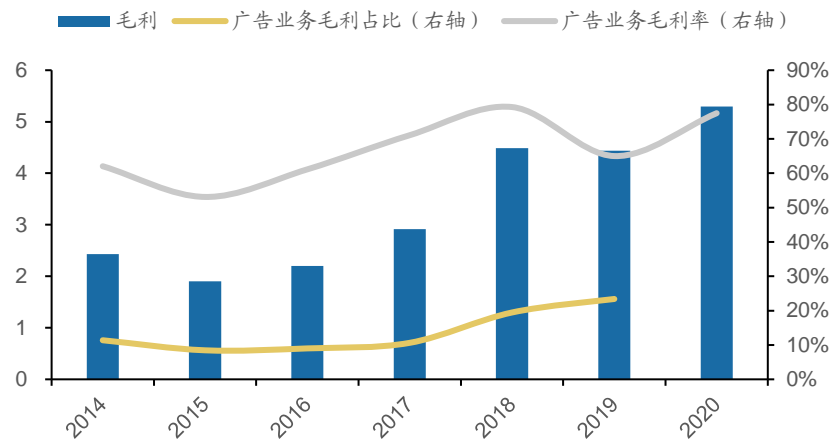
因新冠疫情白云机场客流量减少,机场的广告媒体价值受到影响。据公司的仲裁进展公告,白云机场应免除德高公司2020年度广告费用6,742万元。广州仲裁委受理迪岸公司有关机场T1航站楼广告合同的有关仲裁申请,迪岸公司申请免除2020年度的广告费用22,792万元。该裁决尚未裁决,我们预计对公司的广告费用产生进一步影响。从公司2021年前三季度的经营数据来看,白云机场的客流量相较2020年并未出现反转。我们预计,2021年的广告业务收入也将受到一定影响。随着国际客流的逐步恢复,广告业务收入有望恢复到保底水平,进一步享受超额提成以及高毛利率带来的利润贡献作用。

表4: 白云机场有关广告业务的仲裁情况

申请人	被申请人	项目	免除广告费用 (百万元)	所属时期	进展
广州德高	二号航管公司	T2 航站楼广告媒体经营	67.42	2020 年	已裁决
迪岸空港	广州白云国际广告有限公司	T1 航站楼广告媒体经营	227.92	2020 年	受理中

数据来源:《白云机场:关于子公司涉及仲裁的公告》(2021-024),《白云机场:关于子公司涉及仲裁的公告》(2021-033),广发证券发展研究中心

图7: 白云机场广告业务毛利(亿元)、毛利率及毛利占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 盈利预测

疫情对公司的国际旅客吞吐量和免税业务造成较大冲击。由于航空性业务的利润弹性有限,公司经营层面变化的核心因素仍旧取决于国际客流量的复苏。参考我们此前已发报告《新冠口服药实现突破,如何看待航空需求复苏时点?》,我们认为,若新冠口服药物推进顺利,或将使得欧美疫情得控的确定性增加,这将明显减少输入性病例对国内航线需求的负面影响。

但考虑到即使欧美国家完成全民疫苗接种,也很难完全避免新冠病毒携带者进入中国,而且很多发展中国家都还没完成疫苗接种,而新冠极高的传染系数使得只要我国国内没有形成全民免疫,那么入境旅客隔离14天的政策可能会很难取消。我们预计在我国实现有效的全民免疫屏障之前,国际航线的恢复可能都较为缓慢。考虑到我国目前疫情控制情况良好,且变异毒株比较容易发生免疫逃逸,我国可能会更加从容的观察不同技术路线的新冠疫苗和特效药的安全性与其有效性,而且由于我国人口众多,需要的药物产能庞大,所以最终完成时点很难判断。我们预计21年国际航线需求将比19年下降90%左右。如果海外尤其是欧美国家普及新冠疫苗,并且中国国内形成有效全民免疫屏障,那么中国航空行业将可能迎来恢复式增长。

综合上述分析,我们预测2021-2025年白云机场国际旅客吞吐量分别为81、486、1794、2153、2583万人次,分别相当于2019年同期国际旅客流量的5%/27%/100%/120%/144%。

综合上述我们对于国际旅客流量和免税业务租金的预测,我们预计公司2021-2023年营业收入分别为52.3/65.5/84.3亿元,营业成本分别为54.2/57.3/62.2亿元,对应2021-2023年的EPS分别为-0.17/0.17/0.64元/股。

表5: 白云机场主要业务及假设 (亿元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	78.7	52.2	52.3	65.5	84.3	91.5	99.8
YOY	1.6%	-33.6%	0.1%	25.1%	28.8%	8.5%	9.0%
航空及相关收入	66.9	41.1	41.7	49.7	62.3	67.2	72.8
YOY	1.8%	-38.5%	1.4%	19.2%	25.4%	7.8%	8.3%
航班起降费	10.4	7.1	7.1	8.8	10.2	10.8	11.4
YOY	3.3%	-32.1%	0.6%	24.2%	15.4%	6.0%	6.1%
免税租金	7.0	5.3	5.7	6.0	7.0	8.4	10.0
YOY		-23.4%	6.0%	6.0%	16.1%	20.0%	20.0%
航空延伸服务	9.3	8.1	7.0	11.4	16.8	18.2	19.6
YOY	-5.0%	-12.9%	-13.7%	62.8%	47.2%	7.8%	8.2%
广告业务收入	6.8	6.8	5.6	7.8	9.6	10.5	11.5
YOY	20.7%	0.1%	-17.7%	39.3%	22.2%	10.0%	9.0%
营业成本(亿元)	59.7	52.9	54.2	57.3	62.2	67.8	72.6
YOY	9.7%	-11.5%	2.6%	5.8%	8.4%	9.1%	7.0%
折旧及摊销	15.2	15.5	18.1	20.4	23.2	26.2	28.0
YOY	21.1%	2.0%	16.5%	13.2%	13.4%	12.8%	6.9%
员工工资	20.9	16.4	16.0	16.3	16.9	18.1	19.4
YOY	0.4%	-21.6%	-2.6%	2.0%	3.9%	6.9%	6.9%
直接成本	4.4	4.0	3.8	3.8	4.0	4.2	4.4
YOY	3.5%	-10.1%	-5.0%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%
维修费	3.5	3.6	3.6	3.8	4.0	4.2	4.4
YOY	24.7%	3.2%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
水电费	2.5	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6
YOY	-4.2%	-46.1%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
劳务费	4.4	3.7	3.6	3.7	3.9	4.1	4.3
YOY	29.6%	-14.8%	-4.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
其他运行成本	8.8	8.3	7.9	7.9	8.7	9.5	10.5
YOY	10.6%	-5.9%	-5.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

考虑到机场行业的商业模式使其现金流较为稳定, 国际旅客流量的复苏有望对公司的盈利能力和议价能力的恢复带来较好支撑, 这有望为公司带来一定的估值溢价。参考DCF估值, 公司合理价值为14.95元/股。

表6: 白云机场DCF测算 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026 E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入	5,225	5,231	6,546	8,434	9,154	9,982	10,854	11,623	12,479	13,429	14,485
息前税后 利润	-779	-616	137	1,192	1,261	1,498	1,725	1,838	2,196	2,638	3,109
FCFF	-2,163	-1,876	-974	-243	397	2,137	2,180	2,184	2,504	3,365	3,914
贴现假设									每股价值 (元/股)		
股权 Beta	0.9	无风险 利率 Rf	3.10%	风险溢 价	7.40%	WACC	8.15%	公司整体		14.95	
股票贴现 率 Ke	9.76%	债务利 率 Kd	4.10%	目标负 债率	25.9%	TV 增长率	2.0%				

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 风险溢价选取 2002 年以来上证综指回报率-十年期国债收益率的均值; 无风险利率取 10 年期国债收益率; 债务利率参考公司债利率水平; 目标债务比例参考 2019 有息债务率确定。

上市的机场公司中, 我们选取上海机场和深圳机场进行参考。2018年, 白云机场分别就免税业务及广告业务签署了新协议, 采取特许经营的方式。2019 年其免税业务和广告业务收入均保持高增长, 非航业务潜力浮现, 成长空间进一步打开。因此我们认为随着疫情影响的消除, 在2023年国际客流恢复的前提下, 基于白云机场免税业务的高成长性, 我们给予公司2023年25xPE, 对应合理价值为16元/股。参考PE和DCF两种估值方法取平均值, 对应公司合理价值为15.5元/股, 给予“增持”评级。

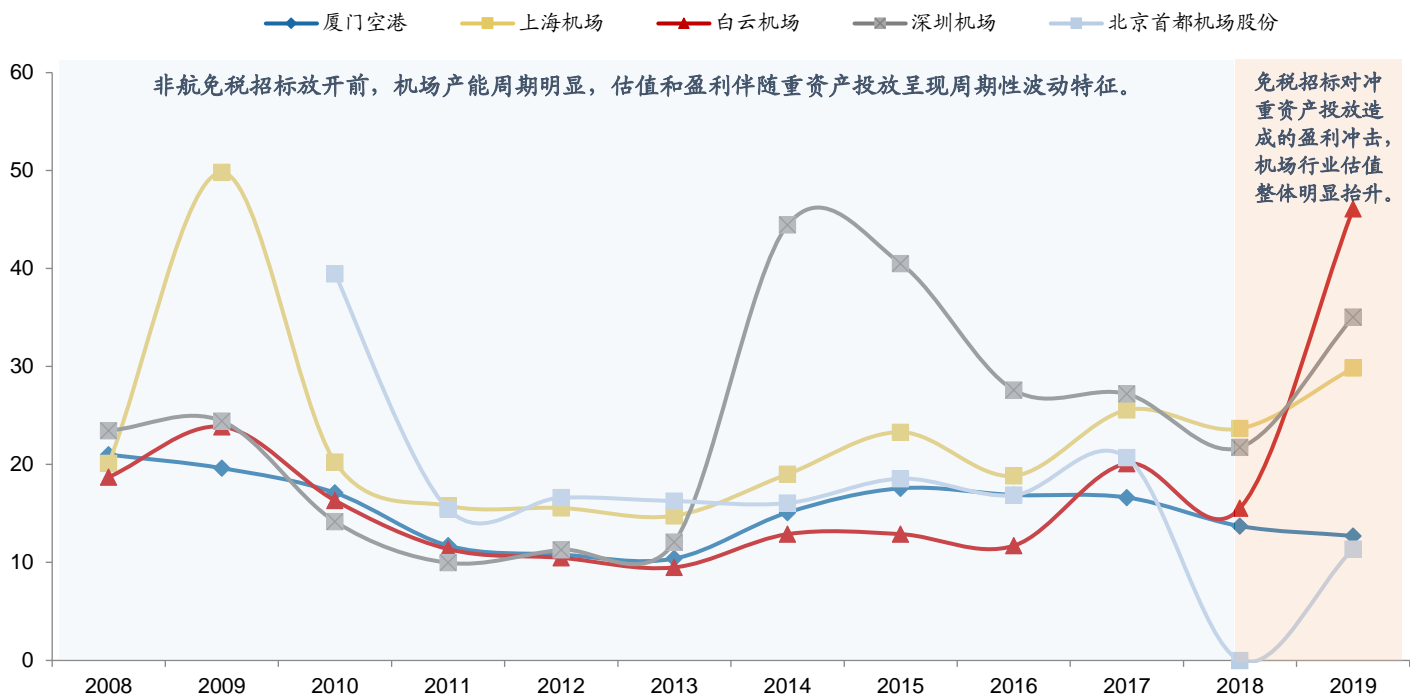
表7: 可比公司估值情况对比

公司名称	公司代码	单位	股价	EPS (元/股)				PE			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
上海机场	600009.SH	人民币	49.03	-0.66	-0.49	0.83	1.71			59.07	28.67
深圳机场	000089.SZ	人民币	7.08	0.01	0.10	0.18	0.28	708.00	70.80	39.33	25.29
均值								708.00	70.80	49.20	26.98
白云机场	600004.SH	人民币	11.18	-0.11	-0.17	0.17	0.64			64.88	17.52

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司 EPS 采用 wind 一致预期, 股价均取 2021 年 11 月 5 日收盘价, EPS 与股价单位均统一为人民币元。

图8: 疫情前机场行业PE估值情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

海外疫情波动。公司经营层面变化的核心因素仍旧取决于国际客流量的复苏。如果海外疫情出现明显恶化，这将对国际旅客流量产生较大冲击。

行业过度竞争。机场免税渠道具备国际旅客流量的稀缺价值，如果市内店、海外机场免税店、跨境电商等其他渠道发展加快，可能对机场免税渠道产生一定冲击。

成本膨胀。折旧和人工是机场成本的主要构成，如果成本控制不利，可能对业绩造成一定冲击。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,531	3,911	2,051	1,741	2,346	经营活动现金流	3,013	-35	828	2,301	3,624
货币资金	1,231	2,325	948	318	500	净利润	1,057	-232	-390	420	1,557
应收及预付	963	1,141	889	1,146	1,499	折旧摊销	1,598	1,648	1,786	1,944	2,128
存货	66	63	45	47	51	营运资金变动	406	-1,326	-438	100	151
其他流动资产	271	383	170	230	296	其它	-48	-125	-131	-164	-211
非流动资产	22,476	25,251	26,236	27,347	28,832	投资活动现金流	-1,059	-1,154	-2,690	-2,942	-3,452
长期股权投资	263	457	457	457	457	资本支出	-1,062	-1,351	-2,821	-3,105	-3,663
固定资产	20,705	20,597	21,552	22,629	24,025	投资变动	-9	170	0	0	0
在建工程	339	248	248	248	298	其他	12	28	131	164	211
无形资产	499	439	468	502	542	筹资活动现金流	-3,000	2,273	485	10	10
其他长期资产	671	3,512	3,512	3,512	3,512	银行借款	1,100	1,020	200	0	0
资产总计	25,007	29,163	28,287	29,088	31,178	股权融资	0	3,200	0	0	0
流动负债	7,037	6,218	5,510	5,881	6,404	其他	-4,100	-1,946	285	10	10
短期借款	0	20	20	20	20	现金净增加额	-1,044	1,085	-1,377	-630	182
应付及预收	814	785	634	713	789	期初现金余额	2,262	1,228	2,325	948	318
其他流动负债	6,224	5,413	4,856	5,148	5,595	期末现金余额	1,217	2,313	948	318	500
非流动负债	1,501	3,218	3,704	3,714	3,724						
长期借款	600	0	200	200	200						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	901	3,218	3,504	3,514	3,524						
负债合计	8,539	9,699	9,214	9,594	10,128						
股本	2,069	2,367	2,367	2,367	2,367						
资本公积	6,677	9,933	9,933	9,933	9,933						
留存收益	7,464	6,909	6,512	6,919	8,429						
归属母公司股东权益	16,289	19,261	18,864	19,271	20,781						
少数股东权益	180	202	210	223	269						
负债和股东权益	25,007	29,163	28,287	29,088	31,178						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,239	5,225	5,231	6,546	8,434
营业成本	6,076	5,285	5,422	5,735	6,215
营业税金及附加	173	87	87	109	141
销售费用	98	69	63	79	101
管理费用	529	364	340	425	548
研发费用	28	33	31	39	51
财务费用	55	-115	0	0	0
资产减值损失	13	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	53	226	131	164	211
营业利润	1,420	-175	-451	486	1,800
营业外收支	8	26	0	0	0
利润总额	1,428	-148	-451	486	1,800
所得税	298	84	-61	66	243
净利润	1,131	-232	-390	420	1,557
少数股东损益	57	18	8	13	47
归属母公司净利润	1,074	-250	-398	408	1,510
EBITDA	3,077	1,150	1,074	2,103	3,506
EPS (元)	0.52	-0.11	-0.17	0.17	0.64

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	6.3%	-36.6%	0.1%	25.1%	28.8%
营业利润增长	-7.0%	-112.3%	-157.8%	-	270.3%
归母净利润增长	-4.9%	-123.3%	-58.9%	-	270.3%
获利能力					
毛利率	26.2%	-1.2%	-3.6%	12.4%	26.3%
净利率	13.7%	-4.4%	-7.5%	6.4%	18.5%
ROE	6.6%	-1.3%	-2.1%	2.1%	7.3%
ROIC	6.6%	-3.5%	-2.8%	0.6%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	34.1%	33.3%	32.6%	33.0%	32.5%
净负债比率	51.8%	49.8%	48.3%	49.2%	48.1%
流动比率	0.36	0.63	0.37	0.30	0.37
速动比率	0.35	0.62	0.36	0.29	0.36
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.18	0.18	0.23	0.27
应收账款周转率	8.81	4.72	6.05	5.86	5.76
存货周转率	124.85	83.54	117.39	138.88	165.10
每股指标 (元)					
每股收益	0.52	-0.11	-0.17	0.17	0.64
每股经营现金流	1	0	0	1	2
每股净资产	7.87	8.14	7.97	8.14	8.78
估值比率					
P/E	33.62	-	-	64.88	17.52
P/B	2.22	1.74	1.40	1.37	1.27
EV/EBITDA	11.53	29.35	26.45	13.81	8.24

广发交通运输行业研究小组

徐君：资深分析师，南开大学会计学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

吴金超：高级研究员，硕士，毕业于清华大学，2021年7月加入广发证券，曾任职于东北证券、华为技术有限公司，2年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。