

白云机场 (600004. SH)

国际线压力导致亏损延续，国门重启后价值将回归

买入

核心观点

白云机场披露 2021 年报。2021 年实现营业收入 51.8 亿，同比下降 0.8%，实现归母净利润-4.06 亿，亏损幅度同比小幅扩大。2021 年四季度营业收入 15.51 亿，同比上升 6.0%，实现归母净利润 0.84 亿，实现扭亏。

航班起降及旅客吞吐同比小幅下滑，非航业务拉动营收企稳。2021 年公司完成航班起降架次 36.25 万，同比下降 2.9%，旅客吞吐量 4026 万人次，同比下降 8.0%，货邮吞吐量 204.5 万吨，同比增长 16.2%。结构上看，国门仍接近关闭，过去对航空主业营收及免税收入有较大贡献的国际线起降架次及旅客吞吐量进一步走低，拖累主业收入表现。非航收入中，从分部收入看，贵宾服务、地面运输收入同比小幅下降，航空配餐、地勤服务收入小幅提高，广告收入提高 23.5%至 8.44 亿，拉动营收企稳，全年营业收入小幅下降 0.8%。

成本节约，费用小幅提高，亏损有所扩大。在行业仍未全面恢复的大背景下，公司努力降低运营成本，其中人工成本小幅增长 5.8%至 17.4 亿，折旧成本、直接成本、劳务费基本稳定，水电费小幅提高，维修费显著下降 28.6%至 2.57 亿，其他运行成本下降 39.6%至 5.01 亿，考虑到经租进表，公司新增使用权资产折旧费 2.68 亿。整体来看，公司全年营业成本 52.3 亿，同比下降 1.1%，毛利润-0.5 亿，毛利润率-0.9%，同比提高 0.2pct。费用端，公司销售、管理、研发费用率基本稳定，财务费用率因经租进表显著提升 3.97pct 至 1.77%，拖累全年净利润率下降 3.00pct 至-7.44%，全年亏损同比有所扩大，但四季度实现盈利超出预期。

风险提示：宏观经济下滑，疫情反复，国门开放推迟，免税销售低于预期

投资建议：维持“买入”评级。

国际线业务量及免税租金对枢纽机场的业绩影响至关重要，我们持续看好机场免税的发展前景，但当前国内疫情散发，政策层面坚持“动态清零”不动摇，相比于前次报告的预期，国门开启的时点大概率推后，自 2.5 亿、15.9 亿下调 2022-2023 年盈利预测至-5.4 亿、2.8 亿，引入 2024 年盈利预测，预计盈利 20.1 亿。国门未开时公司经营仍存压力，一旦未来国门重启，枢纽机场价值有望全面回归，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,225	5,180	5,543	7,021	9,820
(+/-%)	-33.6%	-0.8%	7.0%	26.7%	39.9%
净利润(百万元)	-250	-406	-538	283	2010
(+/-%)	-125.0%	62.2%	—	-152.6%	611.0%
每股收益(元)	-0.11	-0.17	-0.23	0.12	0.85
EBIT Margin	-11.1%	-10.7%	-10.7%	6.2%	26.5%
净资产收益率 (ROE)	-1.3%	-2.2%	-3.0%	1.6%	10.4%
市盈率 (PE)	-121.1	-74.7	-56.4	107.2	15.1
EV/EBITDA	35.1	35.6	42.9	20.0	9.6
市净率 (PB)	1.57	1.66	1.71	1.69	1.56

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

公司研究·财报点评

交通运输·航空机场

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

S0980521030003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	19.00 - 19.00 元
收盘价	12.76 元
总市值/流通市值	30203/26400 百万元
52 周最高价/最低价	15.00/8.32 元
近 3 个月日均成交额	352.20 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《白云机场-600004-2021 年三季报点评：收入企稳成本节约，业绩超出预期》——2021-11-01

《白云机场-600004-粤港澳核心空港，白云复苏在即》——2021-03-26

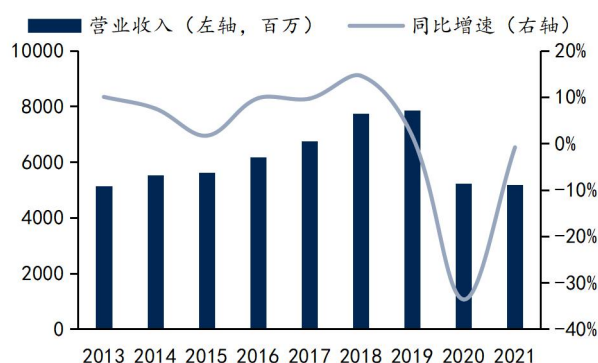
《白云机场-600004-20 年半年报财报点评：短期疫情影响可控，长期成长空间大》——2020-08-31

《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

《股改提升估值，维持“谨慎推荐”》——2005-11-04

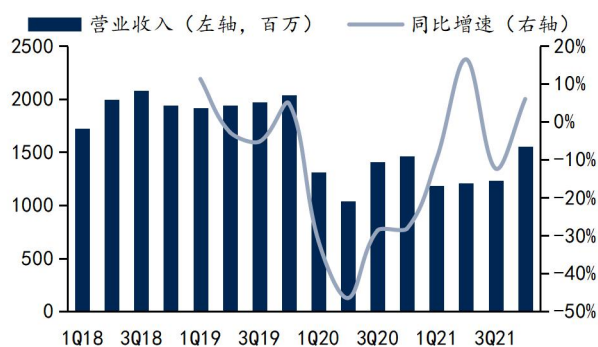
白云机场披露 2021 年报。2021 年实现营业收入 51.8 亿，同比下降 0.8%，实现归母净利润-4.06 亿，亏损幅度同比小幅扩大。2021 年四季度营业收入 15.51 亿，同比上升 6.0%，实现归母净利润-1.21 亿，亏损幅度同比收窄。

图1：白云机场营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：白云机场单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：白云机场归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

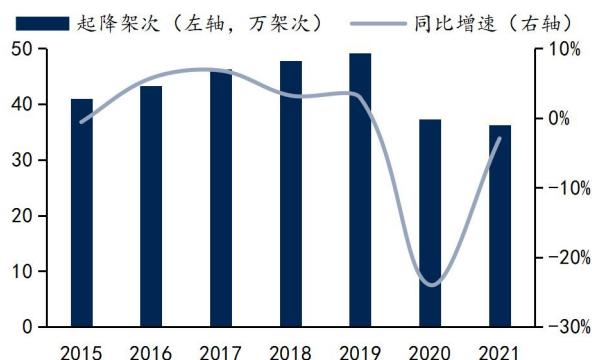
图4：白云机场单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

航班起降及旅客吞吐同比小幅下滑，非航业务拉动营收企稳。2021 年公司完成航班起降架次 36.25 万，同比下降 2.9%，旅客吞吐量 4026 万人次，同比下降 8.0%，货邮吞吐量 204.5 万吨，同比增长 16.2%。结构上看，国门仍接近关闭，过去对航空主业营收及免税收入有较大贡献的国际线起降架次及旅客吞吐量进一步走低，拖累主业收入表现。非航收入中，从分部收入看，贵宾服务、地面运输收入同比小幅下降，航空配餐、地勤服务收入小幅提高，广告收入提高 23.5%至 8.44 亿，拉动营收企稳，全年营业收入小幅下降 0.8%。

图5：白云机场航班起降架次及同比增速



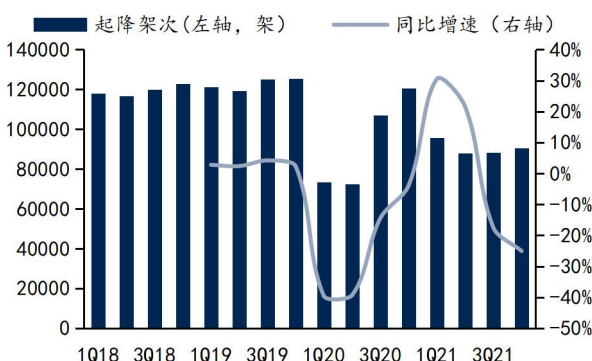
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：白云机场旅客吞吐量及同比增速



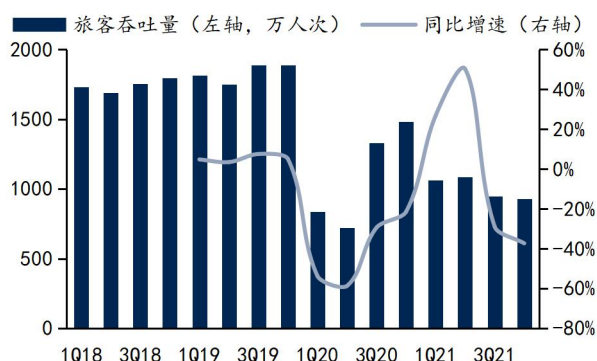
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：白云机场季度航班起降架次及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：白云机场季度旅客吞吐量及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

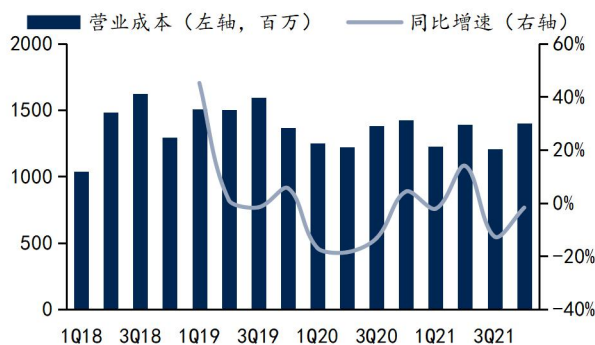
成本节约，费用小幅提高，全年亏损有所扩大。在行业仍未全面恢复的大背景下，公司努力降低运营成本，其中人工成本小幅增长 5.8%至 17.4 亿，折旧成本、直接成本、劳务费基本稳定，水电费小幅提高，维修费显著下降 28.6%至 2.57 亿，其他运行成本下降 39.6%至 5.01 亿，考虑到经租进表，公司新增使用权资产折旧费 2.68 亿。整体来看，公司全年营业成本 52.3 亿，同比下降 1.1%，毛利润-0.5 亿，同比微幅降低，毛利润率-0.9%，同比提高 0.2pct。费用端，公司销售、管理、研发费用率基本稳定，财务费用率因经租进表显著提升 3.97pct 至 1.77%，拖累全年净利润率下降 3.00pct 至-7.44%，亏损同比有所扩大。

图9：白云机场营业成本及同比增速



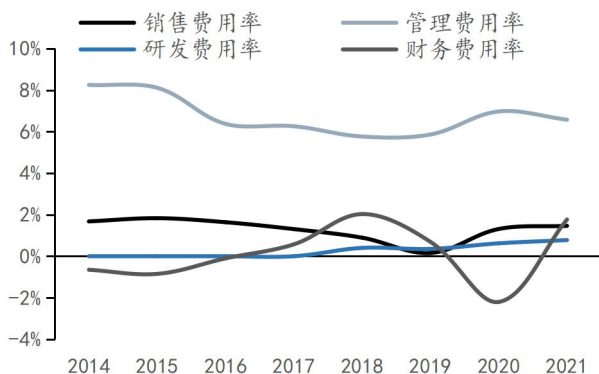
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：白云机场季度营业成本



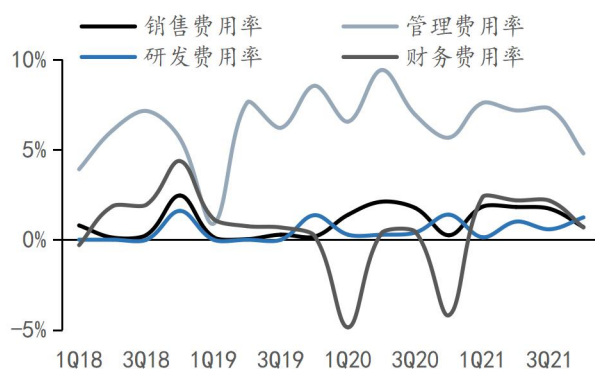
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：白云机场费用水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：白云机场季度费用水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级。

国际线业务量及免税租金对枢纽机场的业绩影响至关重要，我们持续看好机场免税的发展前景，但当前国内疫情散发，政策层面坚持“动态清零”不动摇，相比于前次报告的预期，国门开启的时点大概率推后，自2.5亿、15.9亿下调2022-2023年盈利预测至-5.4亿、2.8亿，引入2024年盈利预测，预计盈利20.1亿。国门未开时公司经营仍存压力，一旦未来国门重启，枢纽机场价值有望全面回归，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，疫情反复，国门开放推迟，免税销售低于预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2325	1573	2375	2735	4735	营业收入	5225	5180	5543	7021	9820
应收款项	1168	1308	1215	1347	1614	营业成本	5285	5228	5618	5982	6463
存货净额	63	68	80	75	82	营业税金及附加	87	89	89	112	147
其他流动资产	355	414	222	211	295	销售费用	69	76	83	56	49
流动资产合计	3911	3363	3892	4367	6726	管理费用	364	341	348	437	555
固定资产	20844	20087	19871	19604	19282	财务费用	(115)	92	177	166	150
无形资产及其他	439	383	367	352	337	投资收益	226	117	80	80	80
投资性房地产	647	3167	3167	3167	3167	资产减值及公允价值变动	3	0	(3)	(5)	(3)
长期股权投资	457	545	575	634	693	其他收入	62	(14)	0	0	0
资产总计	26298	27545	27872	28124	30206	营业利润	(175)	(541)	(695)	344	2533
短期借款及交易性金融负债	20	293	104	139	179	营业外净收支	26	12	13	15	17
应付款项	757	789	804	807	820	利润总额	(148)	(530)	(682)	359	2550
其他流动负债	5441	4982	5992	6012	6697	所得税费用	84	(145)	(170)	90	637
流动负债合计	6218	6065	6900	6958	7696	少数股东损益	18	20	26	(14)	(98)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(250)	(406)	(538)	283	2010
其他长期负债	617	2879	2882	2888	2893						
长期负债合计	617	2879	2882	2888	2893	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	6835	8944	9783	9847	10589	净利润	(250)	(406)	(538)	283	2010
少数股东权益	202	288	314	304	235	资产减值准备	16	(3)	0	0	0
股东权益	19261	18313	17775	17973	19381	折旧摊销	1639	1656	1529	1577	1635
负债和股东权益总计	26298	27545	27872	28124	30206	公允价值变动损失	(3)	0	3	5	3
						财务费用	(115)	92	177	166	150
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(1370)	(891)	1300	(85)	344
每股收益	(0.11)	(0.17)	(0.23)	0.12	0.85	其它	26	29	26	(10)	(69)
每股红利	0.14	0.04	0.00	0.04	0.25	经营活动现金流	58	385	2320	1769	3923
每股净资产	8.14	7.74	7.51	7.59	8.19	资本开支	0	(836)	(1300)	(1300)	(1300)
ROIC	-5%	-2%	-2%	2%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	-1%	-2%	-3%	2%	10%	投资活动现金流	(193)	(924)	(1330)	(1359)	(1359)
毛利率	-1%	-1%	-1%	15%	34%	权益性融资	(0)	78	0	0	0
EBIT Margin	-11%	-11%	-11%	6%	27%	负债净变化	(600)	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	21%	17%	29%	43%	支付股利、利息	(333)	(106)	0	(85)	(603)
收入增长	-34%	-1%	7%	27%	40%	其它融资现金流	3096	(79)	(189)	35	40
净利润增长率	-125%	62%	—	-153%	611%	融资活动现金流	1230	(213)	(189)	(50)	(563)
资产负债率	27%	34%	36%	36%	36%	现金净变动	1094	(752)	802	360	2000
息率	1.1%	0.3%	0.0%	0.3%	2.0%	货币资金的期初余额	1231	2325	1573	2375	2735
P/E	(121.1)	(74.7)	(56.4)	107.2	15.1	货币资金的期末余额	2325	1573	2375	2735	4735
P/B	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6	企业自由现金流	0	(472)	1083	517	2632
EV/EBITDA	35.1	35.6	42.9	20.0	9.6	权益自由现金流	0	(551)	911	578	2710

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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