

公司研究

免税租金收取模式不变，保留未来盈利弹性

——白云机场（600004.SH）免税协议修订点评

要点

◆事件：公司与中国中免子公司（广州新免）签订《广州白云国际机场进出境免税店项目经营合作补充协议》。根据该《补充协议》，公司确认 2020 年全年免税租金收入约 2.96 亿元，2021 年的免税租金收入约 1.23 亿元，与公司当年确认收入金额不存在重大差异。2022 年及其后年度免税租金收入的实现很大程度上取决于疫情的进展及白云机场国际航线客流的恢复情况，具有不确定性。

◆白云机场免税租金收取模式不变，计算方式略有调整。根据白云机场与广州新免签署的《补充协议》，白云机场经营权转让费（免税租金收入）收取模式不变，依然按照实际提成/保底金额孰高计算，但保底金额计算方式（月保底销售额基数×合同约定提成比例）因疫情做了相应修改，其中合同约定提成比例与实际国际客流量、实际开业店铺面积挂钩；而 2021 年的月保底销售额基数执行 2019 年 12 月的月保底销售额，2022 年及其后的月保底销售额基数执行上年度的月保底销售额，只有白云机场上年国际客流量达到 19 年同期的 80% 及以上的情况下，当年的月保底销售额才执行原协议约定的月保底销售额的递增条款（上年月度平均实际销售额超过保底销售额 20% 的部分/上年月保底销售额 6% 孰高）。

◆白云机场免税租金收取模式与上海机场略有不同。根据上海机场与日上上海签署的《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同之补充协议》，上海机场的免税店租金收入不再参考免税业务的实际销售金额，仅考虑实际国际客流量、实际开业店铺面积的变化，且免税租金收入在协议期内有封顶。相对于上海机场签署的《补充协议》，白云机场签署的《补充协议》保留了实际提成/保底金额孰高的收取方式，仅仅是降低了协议期内的保底金额（主要是疫情期间），如果未来海外航空需求恢复，机场免税业务重回正轨，公司免税业务的盈利弹性仍在。

◆预期不同导致两大机场免税协议修订方式差异。从白云机场、上海机场各自签署的免税《补充协议》来看，两家公司对于未来需求恢复的预期截然不同。上海机场认为航空需求恢复较慢且此前免税红利难以为继，因而选择提高弱需求情景下的收入（2021 年单客收入约 290 元）同时放弃强需求情景下的超额收益（协议 2025 年底到期）；白云机场选择降低弱需求情景下的收入（2021 年单客收入约 179 元）同时保留强需求情景下的获取超额收益的可能，在此基础上，白云机场还在《补充协议》中把进境免税店项目的协议期限延长两年至 2029 年。而根据 IATA 在今年 3 月的预测，全球航空需求有望在 24 年恢复到疫情前水平。

◆投资建议：《补充协议》依旧保留了公司未来免税业务的盈利弹性，基于公司的区位优势 and 竞争优势并未因疫情发生本质变化，随着新冠疫苗接种/治疗的不断推进，航空需求复苏和一线机场价值重估是确定性事件。我们维持公司 22-24 年净利润预测分别为-0.30 亿元、7.8 亿元、14.3 亿元，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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,225	5,180	5,946	7,181	8,373
营业收入增长率	-33.61%	-0.85%	14.78%	20.77%	16.60%
净利润（百万元）	-250	-406	-30	777	1,434
净利润增长率	-125%	-	-	-	84.49%
EPS（元）	-0.11	-0.17	-0.01	0.33	0.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	-1.30%	-2.22%	-0.16%	4.07%	7.07%
P/E	-	-	-	37	20
P/B	1.5	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-06-24

增持（维持）

当前价：12.30 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)	291.11
一年最低/最高(元)	8.28/15.00
近 3 月换手率	48.23%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.57	-4.54	24.02
绝对	5.76	0.74	8.39

资料来源：Wind

相关研报

5 月国内航空需求环比回升，暑运有望加速恢复——航空机场行业 2022 年 5 月经营数据点评（2022-06-16）

历尽千辛，岿然不动——交通运输行业 2022 年中期投资策略（2022-06-01）

夯实民航安全基础，推动航司“应飞尽飞”——国内客运航班运行财政补贴政策点评（2022-05-27）

降本增效应对冲击，看好公司长期发展——白云机场（600004.SH）2021 年年报点评（2022-04-10）

修订免税经营协议增加短期收入，核心资产仍具备配置价值——上海机场（600009.SH）2020 年业绩预告及免税协议修订点评（2021-01-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,225	5,180	5,946	7,181	8,373
营业成本	5,285	5,228	5,477	5,722	5,978
折旧和摊销	1,639	1,656	1,676	1,755	1,838
税金及附加	87	89	119	144	167
销售费用	69	76	83	36	17
管理费用	364	341	386	359	419
研发费用	33	40	42	25	29
财务费用	-115	92	94	116	105
投资收益	226	117	120	150	180
营业利润	-175	-541	-16	1,037	1,905
利润总额	-148	-530	-6	1,047	1,915
所得税	84	-145	-1	230	421
净利润	-232	-385	-5	817	1,494
少数股东损益	18	20	25	40	60
归属母公司净利润	-250	-406	-30	777	1,434
EPS(按最新股本计)	-0.11	-0.17	-0.01	0.33	0.61

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-35	845	1,748	2,305	3,163
净利润	-250	-406	-30	777	1,434
折旧摊销	1,639	1,656	1,676	1,755	1,838
净营运资金增加	67	612	387	642	613
其他	-1,490	-1,017	-285	-869	-721
投资活动产生现金流	-1,154	-1,228	-1,880	-1,875	-1,820
净资本支出	-1,351	-1,246	-2,000	-2,000	-2,000
长期投资变化	457	545	0	0	0
其他资产变化	-259	-526	120	125	180
融资活动现金流	2,273	-369	937	64	-866
股本变化	297	0	0	0	0
债务净变化	-580	273	1,000	175	-521
无息负债变化	-1,124	1,836	131	168	169
净现金流	1,085	-752	805	494	477

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	-1.2%	-0.9%	7.9%	20.3%	28.6%
EBITDA 率	22.1%	21.7%	27.5%	38.4%	43.8%
EBIT 率	-9.4%	-10.3%	-0.7%	14.0%	21.9%
税前净利润率	-2.8%	-10.2%	-0.1%	14.6%	22.9%
归母净利润率	-4.8%	-7.8%	-0.5%	10.8%	17.1%
ROA	-0.9%	-1.4%	0.0%	2.7%	4.9%
ROE (摊薄)	-1.3%	-2.2%	-0.2%	4.1%	7.1%
经营性 ROIC	-4.1%	-2.1%	-0.2%	3.9%	6.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	26%	32%	35%	35%	33%
流动比率	0.63	0.55	0.61	0.69	0.83
速动比率	0.62	0.54	0.60	0.68	0.82
归母权益/有息债务	963.06	62.44	14.16	13.00	21.41
有形资产/有息债务	1278.07	90.43	21.54	19.71	31.55

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	26,298	27,545	28,701	29,866	30,768
货币资金	2,325	1,573	2,378	2,872	3,349
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,107	1,273	1,461	1,764	2,057
应收票据	18	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	44	35	40	48	56
存货	63	68	71	74	78
其他流动资产	339	393	393	393	393
流动资产合计	3,911	3,363	4,365	5,175	5,958
其他权益工具	172	143	143	143	143
长期股权投资	457	545	545	545	545
固定资产+使用权资产	20,597	21,474	21,550	21,625	21,656
在建工程	248	689	844	922	961
无形资产	439	383	375	367	360
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	177	310	310	310	310
非流动资产合计	22,387	24,182	24,336	24,691	24,811
总负债	6,835	8,944	10,075	10,418	10,066
短期借款	20	0	1,294	1,468	948
应付账款	757	789	827	864	903
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	28	32	36	44	51
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	6,218	6,065	7,182	7,525	7,173
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	267	2,538	2,538	2,538	2,538
非流动负债合计	617	2,879	2,893	2,893	2,893
股东权益	19,463	18,601	18,626	19,448	20,702
股本	2,367	2,367	2,367	2,367	2,367
公积金	10,820	10,832	10,832	10,910	11,053
未分配利润	6,022	5,085	5,055	5,754	6,799
归属母公司权益	19,261	18,313	18,314	19,096	20,289
少数股东权益	202	288	313	353	413

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.31%	1.46%	1.40%	0.50%	0.20%
管理费用率	6.97%	6.57%	6.50%	5.00%	5.00%
财务费用率	-2.20%	1.77%	1.57%	1.61%	1.26%
研发费用率	0.62%	0.78%	0.70%	0.35%	0.35%
所得税率	-56%	27%	22%	22%	22%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.04	0.00	0.00	0.10	0.19
每股经营现金流	-0.01	0.36	0.74	0.97	1.34
每股净资产	8.14	7.74	7.74	8.07	8.57
每股销售收入	2.21	2.19	2.51	3.03	3.54

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	-	-	-	37	20
PB	1.5	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	25.2	26.7	18.7	11.1	8.3
股息率	0.3%	0.0%	0.0%	0.8%	1.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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所载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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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