

买入

白云机场（600004.SH）

免税补充协议落地，提成不变稳定长期空间

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 交通运输 · 航空机场

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 姜明 021-60933128 jiangming2@guosen.com.cn
证券分析师： 曾凡喆 010-88005378 zengfanzhe@guosen.com.cn

执证编码：S0980521010004
执证编码：S0980521030003

事项：

白云机场公告：白云机场与中国中免签订《广州白云国际机场进出境免税店项目经营合作补充协议》。

协议主要内容：

1. 确认 2020 年、2021 年全年免税租金收入约 2.96 亿元、约 1.23 亿元，该金额与公司当年报表确认的收入金额不存在重大差异。
2. 对 2022 年及其后年度免税租金收入的计算方式进行调整。首先，不改变原协议经营权转让费的收取模式，依然是月保底租金与销售额提成额取其高的模式，且公开公告中不涉及对原提成率的修订；其次，设置月客流比例系数和月实际开业面积系数，对当年的保底销售额进行调整。
3. 对当前尚未完成装修开业的 T1-A9002-2 暂不计入保底销售额核算范畴。
4. 将原协议月保底销售额基数的年递增额调整时间统一修改为每年的 1 月 1 日。
5. 将进境免税店合作协议延长至 2029 年 4 月 25 日。

国信交运观点：

明显不同于上海机场的免税补充协议，白云机场的免税补充协议并未对客流恢复后的理论租金做出“封顶”限制。根据中国中免 2019 年年报，2019 年白云机场免税销售额为 19.22 亿，同比增长 117.46%，而按照进境免税 42%、T2 出境免税 35%的提成率大致估算，当年的实际租金收入已经远高于保底，因此在不调整销售提成率的前提下，客流系数及开业面积系数并不构成对白云机场租金收入的硬性限制，无需客流完全恢复至疫情前，白云机场便有望以销售提成的模式收取租金。

此外，本次协议将进境免税店的合作协议延长至 2029 年，根据历史免税协议，进境免税店不论是保底租金还是提成率均高于出境店，进一步保证了公司未来发展的稳定性。

我们认为本次协议调整对白云机场而言，相比于原协议虽然损失了近期部分保底租金，但在疫情导致国际线旅客量断崖式下跌的当下，与中免共担风险合情合理，且合同展期及扣点率的刚性在一定程度上消除了远期业绩预期的不确定性。

近期政策层面对归国人员隔离天数的要求有所缩短，且增开、复航部分国际航线保证人员必要流动，国门管控政策稍有放松，虽然在“动态清零”的大政方针下国门全面开放尚需时日，但我们认为如有朝一日选择开放，枢纽机场价值有望回归。我们继续看好枢纽机场的流量变现能力，暂不修改盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润为-5.4 亿、2.8 亿、20.1 亿，维持“买入”评级。

评论：

◆ 白云机场公告：白云机场与中国中免签订《广州白云国际机场进出境免税店项目经营合作补充协议》。

协议主要内容有：

1. 确认 2020 年、2021 年全年免税租金收入约 2.96 亿元、约 1.23 亿元，该金额与公司当年报表确认的收入金额不存在重大差异。
2. 对 2022 年及其后年度免税租金收入的计算方式进行调整。首先，不改变原协议经营权转让费的收取模式，依然是月保底租金与销售额提成额取其高的模式，且公开公告中不涉及对原提成率的修订；其次，设置月客流比例系数和月实际开业面积系数，对当年的保底销售额进行调整。
3. 对当前尚未完成装修开业的 T1-A9002-2 暂不计入保底销售额核算范畴。
4. 将原协议月保底销售额基数的年递增额调整时间统一修改为每年的 1 月 1 日。
5. 将进境免税店合作协议延长至 2029 年 4 月 25 日。

◆ 国信交运观点

本次免税协议调整对短期免税租金的影响：

本次协议对 2022 年及其后年度免税租金收入计算方式进行调整，设置月客流调节系数和月面积调节系数，即月保底销售额 $R = \text{原协议约定的月保底销售额基数 } Y \times \text{月客流调节系数} \times \text{月面积调节系数}$ 。

2021 年的月保底销售额基数 Y——执行 2019 年 12 月的月保底销售额。2018 年 8 月 1 日起 T2 出境免税店月保底销售额 3292 万元，2018 年 T2 航站楼投产后 T1 进境免税店月保底销售额 2356 万元，2018 年 T2 航站楼投产后 T2 航站楼进境免税店月保底销售额 3533 万元，三者的年度递增额均为下述二者取其高（1）：（上年度月平均实际销售额-上年度月保底销售额） $\times 20\%$ ，（2）上一年度月保底销售额 $\times 6\%$ ；我们测算如按照 2019 年实际销售同比增 117.5%，则预计 2019 年年末月保底销售基数约为 1.1 亿元，对应免税租金约为每月 4500 万。

月客流调节系数——月客流比例=白云机场当月实际国际客流量 $\div$ 白云机场 2019 年月均国际客流量，月客流调节系数根据月客流比例进行调节，调节系数从 0-1 不等。

月面积调节系数——当月实际开业店铺面积 $\div$ 合同约定店铺总面积。月面积调节系数不低于同月客流调节系数。

双方同意原协议 2021 年的月保底销售额基数 Y 执行 2019 年 12 月的月保底销售额。以后年度当（上年度

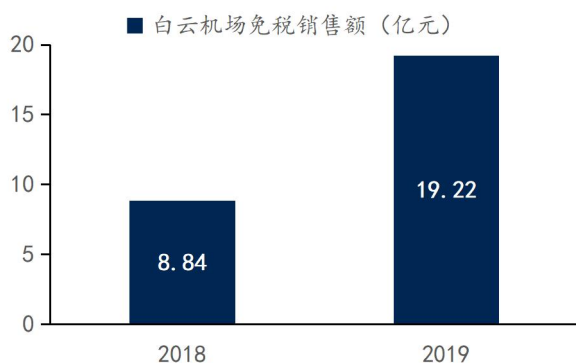
国际客流量 ÷ 2019 年国际客流量) < 0.8 时, 双方同意本年度的月保底销售额基数 Y 执行上年度的月保底销售额基数, 不执行上述原协议中年保底销售额的递增条款; 当 (上年度国际客流量 ÷ 2019 年国际客流量) ≥ 0.8 时, 本年度的月保底销售额以上年度的月保底销售额基数 Y 作为基数, 执行原协议约定的月保底销售额的递增条款。

表1: 白云机场免税合约

免税招标	保底租金	提成率
广州白云 T1 进境 (2018 年 5 月)	首年保底 2.83 亿	42%
广州白云 T2 进境 (2018 年 5 月)	首年保底 4.24 亿	42%
广州白云 T2 出境 (2018 年 8 月起)	首年保底 1.38 亿	35%

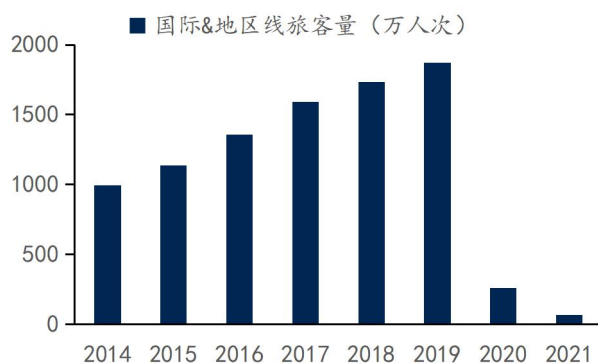
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图1: 白云机场免税销售额



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 白云机场国际线旅客运输量



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

当前白云机场国际线旅客量仅为疫情前的不足 5%, 即便不考虑开业面积系数, 仅考虑旅客调节系数一项, 月保底销售额便已接近忽略不计, 可以认为如国际线恢复程度较低时, 白云机场收取的保底租金聊胜于无。2020-2021 年公司确认约 2.96 亿元、约 1.23 亿元免税租金收入, 其中 2021 年仅相当于我们上述测算理论保底租金 5.4 亿 (0.45 亿 × 12) 的约 20%, 在此基础上, 即便保底租金进一步削减, 对公司业绩的影响边际上十分有限。

本次免税补充协议体现出的积极因素:

明显不同于上海机场的免税补充协议, 白云机场的免税补充协议并未对客流恢复后的理论租金做出“封顶”限制。

根据中国中免 2019 年年报, 2019 年白云机场免税销售额为 19.22 亿, 同比增长 117.46%, 而按照进境免税 42%、T2 出境免税 35% 的提成率大致估算, 当年的实际租金收入已经远高于保底, 因此在不调整销售提成率的前提下, 客流系数及开业面积系数并不构成对白云机场租金收入的硬性限制, 无需客流完全恢复至疫情前, 白云机场便有望以销售提成的模式收取租金。

此外，本次协议将进境免税店的合作协议延长至 2029 年，根据历史免税协议，进境免税店不论是保底租金还是提成率均高于出境店，进一步保证了公司未来发展的稳定性。

我们认为本次协议调整对白云机场而言，相比于原协议虽然损失了部分保底租金，但在疫情导致国际线旅客量断崖式下跌的当下，与中免共担风险合情合理，且合同展期及扣点率的刚性在一定程度上消除了远期业绩预期的不确定性。

◆ 投资建议

近期政策层面对归国人员隔离天数的要求有所缩短，且增开、复航部分国际航线保证人员必要流动，国门管控政策稍有放松，虽然在“动态清零”的大政方针下国门全面开放尚需时日，但我们认为如有朝一日选择开放，枢纽机场价值有望回归。我们继续看好枢纽机场的流量变现能力，暂不修改盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润为-5.4 亿、2.8 亿、20.1 亿，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观经济超预期下滑，疫情反复超预期，国门放开不及预期，免税销售不及预期，合同中部分细节问题不详

相关研究报告：

《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》——2022-04-10

《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

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