

白云机场(600004.SH) 买入(首次评级)

公司深度研究

市场价格(人民币): 12.95元

目标价格(人民币): 15.00元

市场数据(人民币)

**产能空间充裕，静待需求恢复****公司基本情况(人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,225	5,180	5,509	7,261	9,194
营业收入增长率	-33.61%	-0.85%	6.35%	31.79%	26.62%
归母净利润(百万元)	-250	-406	-508	345	1,229
归母净利润增长率	-125.03%	N/A	N/A	N/A	256.57%
摊薄每股收益(元)	-0.106	-0.171	-0.215	0.146	0.519
每股经营性现金流净额	-0.01	0.36	0.89	1.18	1.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	-1.30%	-2.22%	-2.85%	1.91%	6.50%
P/E	N/A	N/A	N/A	95.02	26.65
P/B	1.74	1.56	1.84	1.82	1.73

来源:公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **白云机场:** 门户枢纽机场,业绩短期承压。白云机场是我国三大门户枢纽机场之一,2019年旅客吞吐量7338万人次,位居全国第3,2020-2021年为全国第1。2001-2019年旅客吞吐量稳步增长,CAGR达9.7%;疫情显著影响客流量,2020-2021年旅客吞吐量分别为2019年59.7%、54.9%。因2018年T2在建工程转固、2019年取消机建费返还、2020年以来新冠疫情冲击,公司净利下滑。2022H1受疫情影响,预计业绩再次大幅承压。
- **航空性业务:** 后疫情时代核心枢纽区位优势仍在。**1、供给端:** 珠三角多机场竞争,白云机场产能优势明显。干线机场时刻释放偏紧,供需矛盾凸显,机场产能将决定流量。三期扩建投产后,预计2030年公司旅客吞吐量产能将达1.2亿人次,2045年达1.4亿人次,产能相对最高;同时公司空域资源较优,产能有望充分释放。**2、需求端:** 经济支撑航空需求,受益大湾区旅客回流。珠三角地区腹地经济发达,2021年GDP合计9.8万亿元,占全国8.8%,将支撑航空出行需求增长;公司国际航线将受益于大湾区旅客回流。
- **非航业务:** 商业模式优秀,免税弹性保留。**1、机场免税:** 弹性保留,国际航线放开后将恢复增长。T2投产免税店面积扩大约4倍至5944平米,人均免税消费额有望提升至200元以上,推动免税收入增长。2022年6月公司与中免签订补充协议,经营权转让费收取模式不变,免税弹性得以保留。**2、有税商业:** 高坪效奢侈品入驻提升商业价值。白云机场正在积极与奢侈品品牌方洽谈,LV已确定进驻。奢侈品门店的坪效高,有望提升经营效益。**3、广告:** 外包效果明显,稳定贡献利润。2018年起广告业务全面采取特许经营模式,采用保底价+超额提成模式收取费用,2019年收入及利润分别上升21%和103%。2020-2021年广告分部实现净利润3.93亿元、2.66亿元,有效减轻疫情带来的负面影响。

投资建议

- 公司产能优势明显,国际放开后仍将展现业绩弹性。我们预计公司2022-2024年实现归母净利润-5.08亿元、3.45亿元、12.3亿元。机场经营相对稳定,采用DCF法估值,给予目标价15元,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响超预期风险、免税提成率降低风险、扩建工程影响业绩风险、商务违约风险、限售股解禁风险。

郑树明 分析师 SAC 执业编号: S1130521040001
 zhengshuming@gjzq.com.cn

王凯婕 分析师 SAC 执业编号: S1130522070001
 wangkaijie@gjzq.com.cn

内容目录

一、白云机场：门户枢纽机场，业绩短期承压.....	5
1.1 三大门户枢纽机场之一，产能将持续扩张	5
1.2 疫情显著影响经营，国际地区客流量明显下降	5
1.3 业绩随产能周期波动，疫情导致短期承压.....	6
二、航空性业务：后疫情时代核心枢纽区位优势仍在.....	8
2.1 流量决定航空性业务收入规模，空间受制于产能.....	8
2.2 供给端：珠三角多机场竞争，白云机场产能优势明显	9
2.3 需求端：经济支撑航空需求，受益大湾区旅客回流.....	12
三、非航业务：商业模式优秀，免税弹性保留.....	15
3.1 流量变现的非航业务决定盈利水平	15
3.2 机场免税：弹性保留，国际放开后业绩将恢复增长	16
3.3 有税商业：高坪效奢侈品入驻提升经营效益.....	19
3.4 广告：外包效果明显，稳定贡献利润.....	20
四、盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测.....	21
4.2 估值分析.....	23
4.3 投资建议.....	24
五、风险提示	25

图表目录

图表 1：公司实控人为广东省人民政府	5
图表 2：2019 年白云机场旅客吞吐量位居全国第 3，2020-2021 年为全国第 15	
图表 3：公司拥有 2 座航站楼、3 条跑道	5
图表 4：公司三期扩建已于 2021 年启动	5
图表 5：2004-2019 年白云机场旅客吞吐量连续 16 年保持正增长	6
图表 6：疫情以来枢纽机场国际地区旅客量明显下降	6
图表 7：机场产能周期典型特征	7
图表 8：疫情前公司营收增速随阶段性产能投放波动	7
图表 9：疫情前公司归母净利润增速随产能周期波动	7
图表 10：2018 年固定资产随产能阶梯式释放而增加	7
图表 11：2018 年产能释放后公司折旧费用大增	7
图表 12：疫情前公司利润率随产能周期波动	8
图表 13：疫情前公司 ROE 随产能周期波动	8
图表 14：我国一类 1 级机场航空性业务收费标准.....	8
图表 15：2010-2018 年公司航空性服务收入稳步提升	9
图表 16：2020-2021 年公司航空服务业务收入显著减少	9
图表 17：航空性收入与流量相关度较高	9

图表 18: 白云机场单位航班旅客数增长	9
图表 19: 2019 年珠三角各机场旅客吞吐量（万人次）	10
图表 20: 珠三角多机场竞争.....	10
图表 21: 2019 年珠三角多家机场跑道利用处于饱和状态	10
图表 22: 2019 年珠三角多家机场航站楼产能利用率超过 100%.....	10
图表 23: 2016-2020 年香港机场客流量增速低于 5%.....	11
图表 24: 白云机场客流量于 2019 年反超香港机场	11
图表 25: 白云机场三期扩建工程效果图	11
图表 26: 白云机场中长期产能优势突出	11
图表 27: 香港机场与深圳机场在空域时刻上存在竞争	12
图表 28: 政策定位的优势突出	12
图表 29: 人均乘机次数与人均 GDP 正相关	13
图表 30: 珠三角地区经济保持高速增长	14
图表 31: 广东省人均 GDP 高且增速快.....	14
图表 32: 南航在白云机场市占率高，利于打造枢纽建设.....	14
图表 33: 白云机场国际航点数量仅次于香港机场	15
图表 34: 白云机场国际旅客吞吐量占比持续提升	15
图表 35: 机场行业商业模式.....	15
图表 36: 非航业务占比高的机场盈利能力更强（2019 年）	16
图表 37: 2019 年公司航空延伸性收入达近年顶峰	16
图表 38: 2019 年非航业务收入占比超过航空性业务	16
图表 39: 免税主要业态为口岸、离岛、市内	17
图表 40: 中国中免机场免税营收占比明显下降	17
图表 41: 中国机场免税市场规模将恢复增长	17
图表 42: 白云机场免税收入增长驱动因素	17
图表 43: 白云机场进境免税保底提成收入.....	18
图表 44: 白云机场出境免税保底提成收入.....	18
图表 45: 白云机场免税面积 2018 年扩大 4 倍	18
图表 46: 白云机场销售额提成远高于保底（2019 年）	18
图表 47: 设置月客流调节系数和月面积调节系数.....	19
图表 48: 视国际客流恢复情况确定月保底销售额基数	19
图表 49: 相比全球主要机场，白云机场免税销售额较低（2019 年）	19
图表 50: 白云机场人均免税销售额偏低	19
图表 51: 2025 年中国将成为全球最大的奢侈品消费市场	20
图表 52: 奢侈品品牌加速入驻国内机场	20
图表 53: 白云机场广告特许经营模式	20
图表 54: T1 航站楼广告媒体经营合同构成	20
图表 55: T2+GTC 广告媒体经营合同构成	20
图表 56: 白云机场广告分部营收逐年提升	21

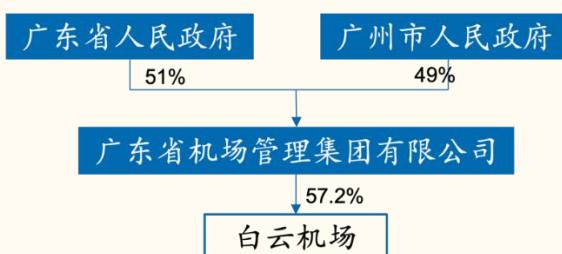
图表 57: 广告分部净利润占比稳中有升	21
图表 58: 白云机场关键数据假设	21
图表 59: 疫情控制较好时, 公司国内旅客吞吐量超过 2019 年	22
图表 60: 白云机场收入假设	22
图表 61: 白云机场各项成本假设	23
图表 62: 公司现金流量折现法	23
图表 63: 折现现金流法核心假设	24
图表 64: 折现现金流法敏感性分析	24

一、白云机场：门户枢纽机场，业绩短期承压

1.1 三大门户枢纽机场之一，产能将持续扩张

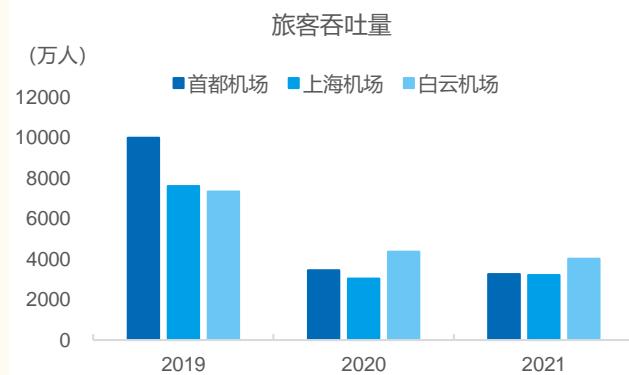
- 白云机场是国内三大门户复合型枢纽机场之一。广州白云国际机场股份有限公司（以下简称“公司”，代码：600004.SH）成立于2000年，是白云机场的管理和运营机构，于2003年在上交所主板上市。公司股权结构稳定，实控人为广东省人民政府，控股股东为广东省机场管理集团有限公司。
- 白云机场位于珠三角，是国内三大门户复合型枢纽机场之一，疫情前的2019年，白云机场旅客吞吐量7338万人次，位居全国第3，全球第11，其中国际及地区旅客吞吐量1871万人次，占比25.5%。2020-2021年白云机场旅客吞吐量升至全国第1。

图表1：公司实控人为广东省人民政府



来源：公司公告，国金证券研究所

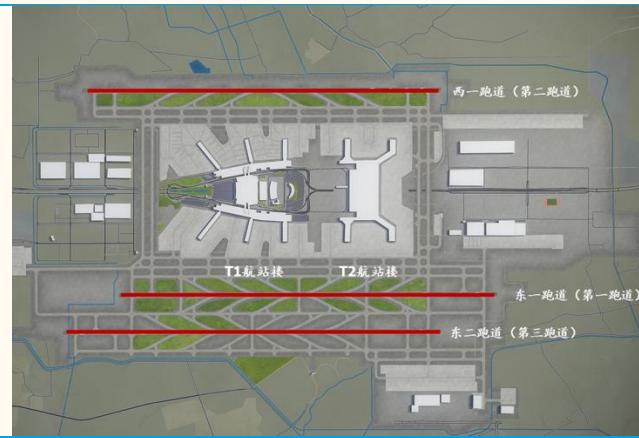
图表2：2019年白云机场旅客吞吐量位居全国第3，2020-2021年为全国第1



来源：CAAC，国金证券研究所

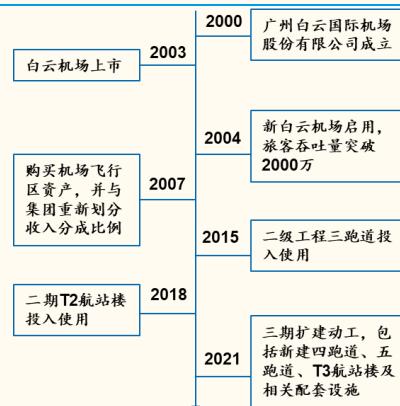
- **三期扩建已动工，预计产能持续扩张。**白云机场目前拥有2座航站楼，3条跑道，可保障年旅客吞吐量8000万人次，货邮吞吐量250万吨、飞机起降架次62万架次。2021年三期扩建工程启动，预计2025年底完成，届时公司将拥有3座航站楼、5条跑道。根据规划，2030年公司旅客吞吐量将达到1.2亿人次，货邮吞吐量380万吨，飞机起降架次77.5万架次。

图表3：公司拥有2座航站楼、3条跑道



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司三期扩建已于2021年启动



来源：公司公告，国金证券研究所

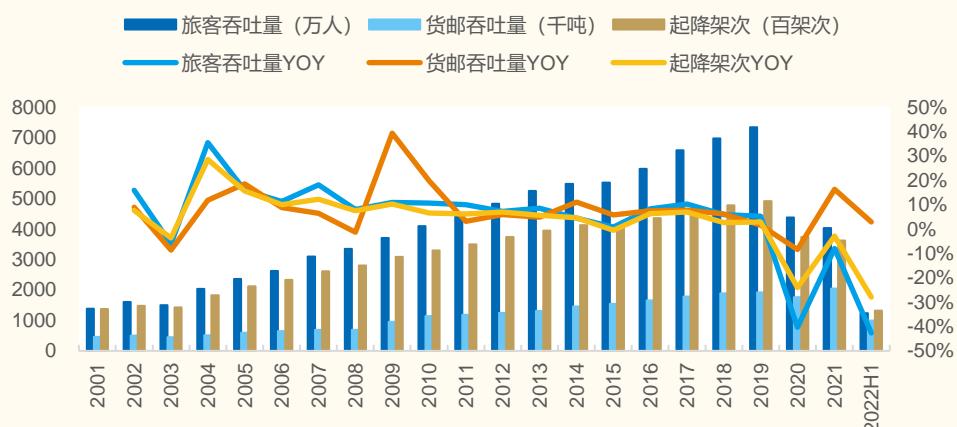
1.2 疫情显著影响经营，国际地区客流量明显下降

- **伴随产能释放，疫情前旅客吞吐量稳步增长。**2004年白云机场完成转场，2015年三跑道投入运营，2018年T2航站楼投入运营，产能持续释放。2001-2019年旅客吞吐量CAGR达9.7%。2015年三跑道投产对公司业务

量有明显推动作用，2016年起旅客吞吐量及起降架次增速明显回升。

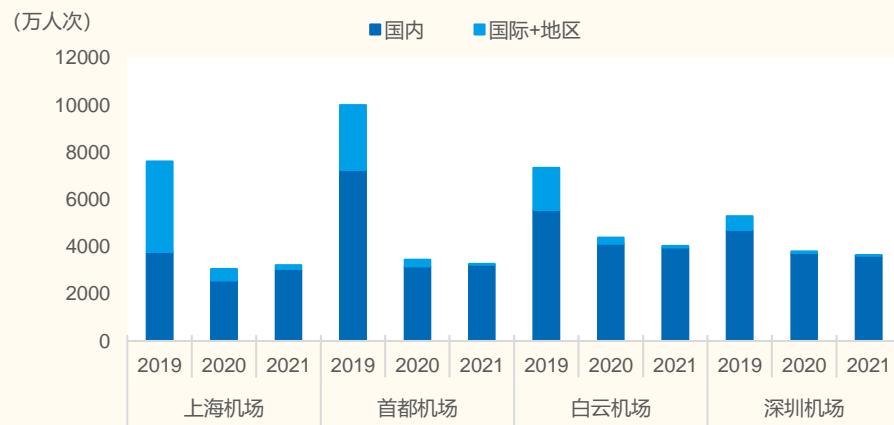
- **新冠疫情影响，经营短暂承压。**受新冠疫情影晌，国际航线几乎停滞，枢纽机场国际地区旅客量均下降。2020-2021年公司旅客吞吐量分别为2019年59.6%、54.9%，其中国际地区旅客吞吐量为2019年13.8%、3.7%。2022H1受国内疫情波动影响，旅客吞吐量1234万人次，同比下降42.6%，较2019年下降65.4%。

图表5：2004-2019年白云机场旅客吞吐量连续16年保持正增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表6：疫情以来枢纽机场国际地区旅客量明显下降



来源：Wind，国金证券研究所

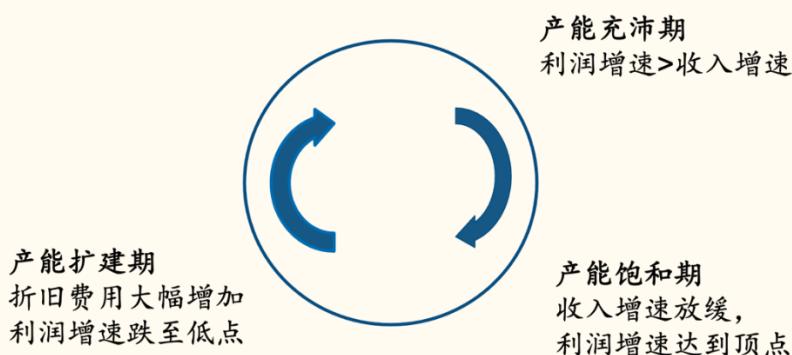
1.3 业绩随产能周期波动，疫情导致短期承压

- **收入增速随阶段性产能投放波动。**机场行业存在明显的产能周期，分为产能充沛期、产能饱和期和产能扩建期。2004年一期投产后，产能逐渐饱和，2010-2015年营收CAGR为7.77%。2015、2018年，产能阶梯式释放，营收增速提升，2015-2018年营收CAGR达11.29%。2019年因取消机建费返还，营收增速下降至2%。受疫情影响，2020、2021年营收较2019年分别降低33.6%、34.2%。
- **归母净利润呈现明显产能周期特征。**2018年航站楼新产能投产后，因在建工程转固带来折旧成本大幅跃升，净利润增速下滑，呈现明显产能周期特征。参照行业规律，随着新产能的充分利用，收入增加而成本相对稳定，业绩将持续改善。2019年归母净利润下降主要系收入端取消机建费返还所

致。2020-2021 年受新冠疫情影响，收入锐减，而成本较为刚性，导致亏损。2022H1 受疫情反复影响，公司预计亏损 4.7-5.7 亿元。

- **疫情前利润率及 ROE 随产能周期波动。**同样的，因新产能的投产带来折旧成本提升，2018 年公司毛利率、净利率均明显下滑，分别较 2017 年下降 11pct、9pct。ROE 方面，2018 年也较 2017 年下降约 5pct。

图表 7：机场产能周期典型特征



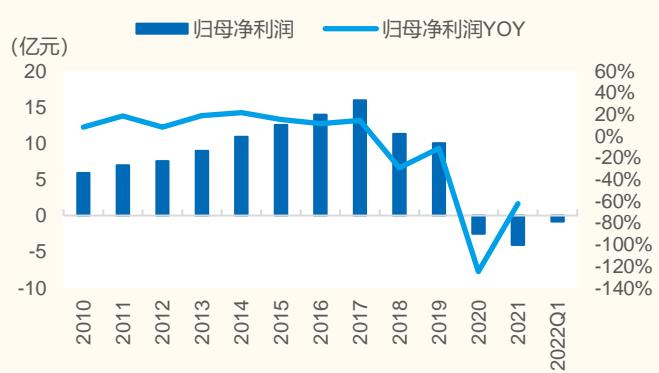
来源：国金证券研究所

图表 8：疫情前公司营收增速随阶段性能投放波动



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：疫情前公司归母净利润增速随产能周期波动



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：2018 年固定资产随产能阶梯式释放而增加



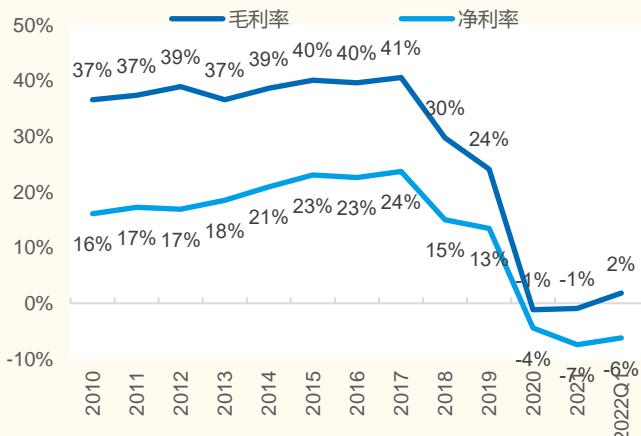
来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：2018 年产能释放后公司折旧费用大增



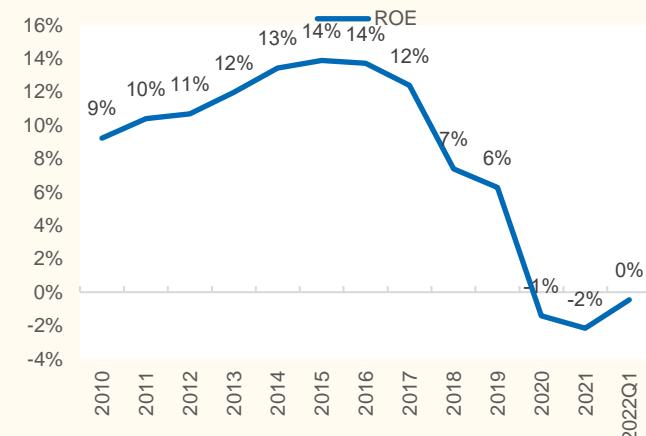
来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：疫情前公司利润率随产能周期波动



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：疫情前公司 ROE 随产能周期波动



来源：Wind，国金证券研究所

二、航空性业务：后疫情时代核心枢纽区位优势仍在

2.1 流量决定航空性业务收入规模，空间受制于产能

- **航空性业务由政府定价，国际地区航线收费高。** 白云机场当前为一类 1 级机场，执行一类 1 级机场收费标准。航空性业务收费（如起降费、停场费、客桥费、旅客服务费、安检费）根据政府定价，其中国际及地区航线收费标准显著高于国内航线。

图表 14：我国一类 1 级机场航空性业务收费标准

收费项目	分类	内地航班	国际及港澳台航班
起降费	25 吨以下 (元/架)	240	2000
	26-50 吨 (元/架)	650	2200
	51-100 吨 (元/架)	1200+24* (T-50)	2200+40* (T-50)
	101-200 吨 (元/架)	2400+24* (T-100)	4200+44* (T-100)
	200 吨以上 (元/架)	5000+32* (T-200)	8600+56* (T-200)
停场费	2 小时以内 (元)	免费	2 小时内免费，后续每 24 小时按起降费 15% 计收，不足 24 小时按 24 小时计
	2-6 小时 (元)	按起降费 20% 计收	
	6-24 小时 (元)	按起降费 25% 计收	
	24 小时以上 (元)	每 24 小时按起降费 25% 计收，不足 24 小时按 24 小时计收	
客桥费	单桥 (元/架)	1 小时 200 元，后续每 0.5 小时 100 元，不足 0.5 小时按 0.5 小时计收	1 小时 100 元，后续每 0.5 小时 100 元，不足 0.5 小时按 0.5 小时计收
	多桥 (元/架)	按单桥标准倍数计收	按单桥标准倍数计收
旅客服务费	(元/人)	34	70
安检费	旅客行李 (元/人)	8	12
	货物邮件 (元/吨)	53	70

来源：民航局，国金证券研究所 备注：T 为飞机最大起飞全重。起降费：飞机每起飞和降落 1 次为 1 个起降架次。

- **航空性业务收入与流量正相关，流量受制于产能释放。** 2010-2019 年公司航空服务收入 CAGR 为 6.7%，收入趋势与旅客吞吐量、飞机起降架次的变动方向基本一致。流量与产能释放关联度大，尤其与飞行区产能释放相关。2015 年公司三跑道投产后，流量增速显著提升。2019 年因取消机建费返还，该项收入下降。疫情抑制出行需求，2020、2021 年公司航空服务业务收入显著减少。

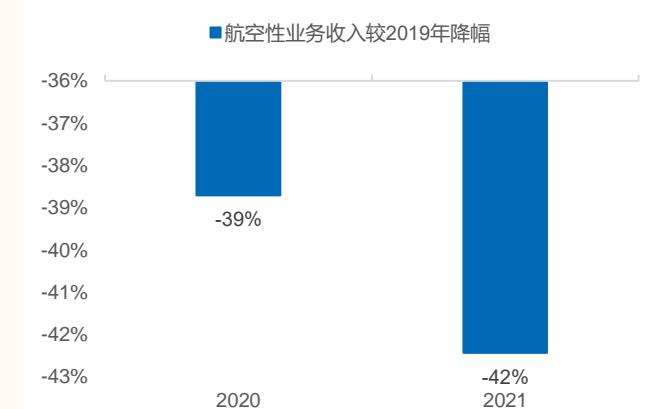
■ 时刻增长受限，飞机大型化提升客流量。2017 年“控总量调结构”政策出台，包括白云机场在内的主协调机场的时刻增速被限制在 3%以内，公司飞机起降架次增速受到限制。为满足旅客出行需求，飞机大型化成为航司选择，2017-2019 年白云机场单位航班旅客数呈明显上升趋势，从 2017 年的 142 人上升至 2019 年的 149 人。

图表 15：2010-2018 年公司航空性服务收入稳步提升



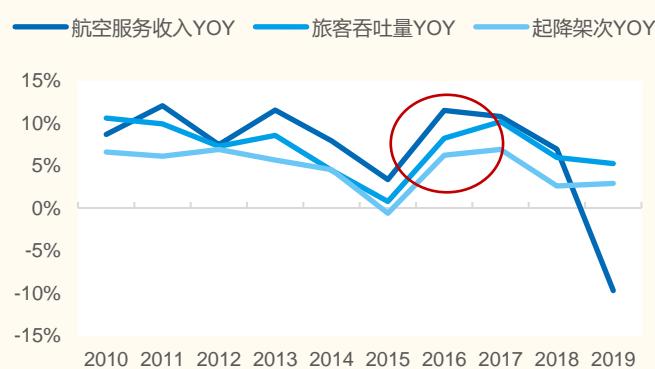
来源：公司公告，国金证券研究所 备注：2020、2021 年因公司航空性服务收入、航空延伸性服务收入口径变化不可比，故未展示。

图表 16：2020-2021 年公司航空服务业务收入显著减少



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：航空性收入与流量相关度较高



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：白云机场单位航班旅客数增长

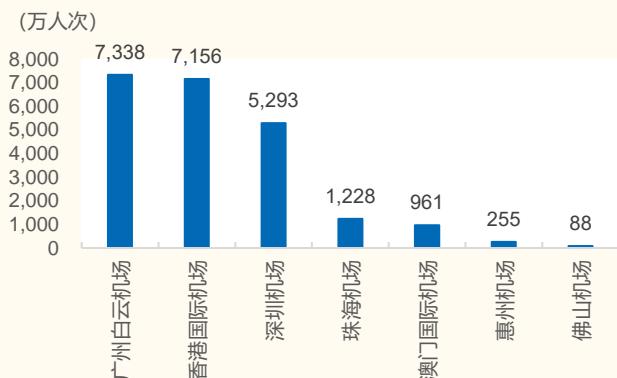


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 供给端：珠三角多机场竞争，白云机场产能优势明显

- **珠三角地区内机场密集程度居全国之首。**珠三角地区是我国经济最为发达的地区之一，也是我国航空物流最发达的地区。除白云机场外，珠三角地区内尚有香港国际机场、深圳宝安国际机场、珠海金湾国际机场和澳门国际机场等国际机场。同时，佛山沙堤机场、惠州机场也正式恢复民航。
- **由于澳门、珠海和佛山机场业务规模相对较小，区域内机场的竞争主要源于香港、广州和深圳三个城市的机场。**其中，香港机场与白云机场旅客吞吐量较为接近，2019 年白云机场、香港机场旅客吞吐量分别达到 7338 万人次和 7156 万人次。

图表 19: 2019 年珠三角各机场旅客吞吐量 (万人次)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 珠三角多机场竞争

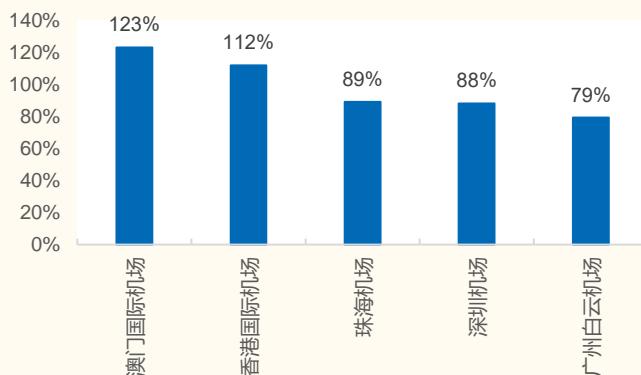


来源:《广州白云国际机场三期扩建工程可研报告》, 国金证券研究所

1. 白云机场现有产能优势突出

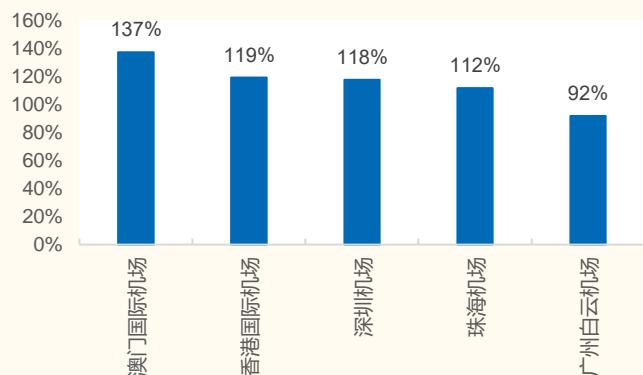
- 珠三角多家机场长期高负荷运转。**一线城市核心枢纽机场因政策支持力度较大、腹地经济强劲, 长期需求增长确定性强, 主要受制于产能。而珠三角内香港机场、深圳机场和澳门国际机场近几年处于高负荷状态, 参考2019年正常年份, 航站楼产能利用率长期高于100%, 且跑道利用率也处于饱和状态。
- 白云机场产能相对充足, 客流超过香港机场。**受制于跑道等地面保障的产能限制, 2016-2019年香港机场旅客吞吐量CAGR为0.6%, 货物吞吐量CAGR为1.3%, 起降架次CAGR为0.7%。2019年白云机场旅客吞吐量超越香港机场。从产能利用率, 白云机场航站楼及跑道产能优势突出。

图表 21: 2019 年珠三角多家机场跑道利用处于饱和状态



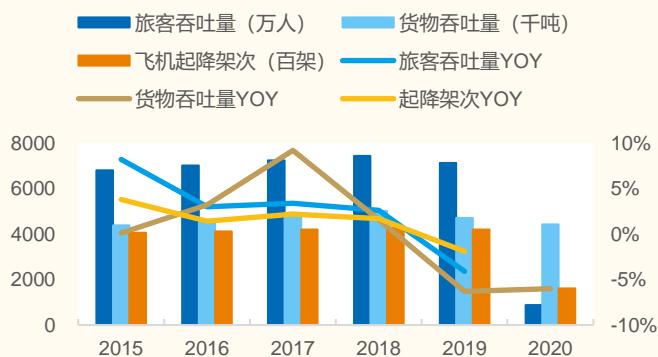
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 22: 2019 年珠三角多家机场航站楼产能利用率超过 100%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 23: 2016-2020 年香港机场客流量增速低于 5%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 24: 白云机场客流量于 2019 年反超香港机场



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2. 白云机场中长期产能最为充沛

- **香港机场三跑道预计 2024 年全面运营。**香港机场三跑道系统在 2016 开工建设，由于需要填海造陆，预计耗资 1415 亿港元。其中，第三跑道已于 2022 年 7 月 8 日开启试飞，随后将逐步投入运营。三跑道系统预计在 2024 年全面投入运营，预计到 2035 年可满足旅客吞吐量 1.2 亿人次，货邮吞吐量 1000 万吨。
- **深圳机场 T3 卫星厅启用，三跑道预计 2025 年投产。**深圳机场卫星厅于 2021 年 12 月启用，根据规划设计年旅客吞吐量 2200 万人次，启用后旅客吞吐量产能将达 6700 万人次。三跑道于 2021 年开建，计划于 2025 年投运，规划目标为 2030 年旅客吞吐量 8000 万人次，货邮吞吐量 260 万吨。
- **白云机场中长期产能规划相对最高。**白云机场三期扩建预计总投资约 544 亿元，将新建第四、第五跑道，T2 航站楼东四、西四指廊和 T3 航站楼，并在 T3 航站楼前建设综合交通中心。预计 2025 年建成投入使用，按规划，2030 年可满足飞机起降 77.5 万架次，旅客吞吐量 1.2 亿人次，2045 年飞机起降 87 万架次，旅客吞吐量 1.4 亿人次。中长期的旅客吞吐量产能规划高于香港机场和深圳机场。

图表 25: 白云机场三期扩建工程效果图



来源: 百度百科, 国金证券研究所

图表 26: 白云机场中长期产能优势突出

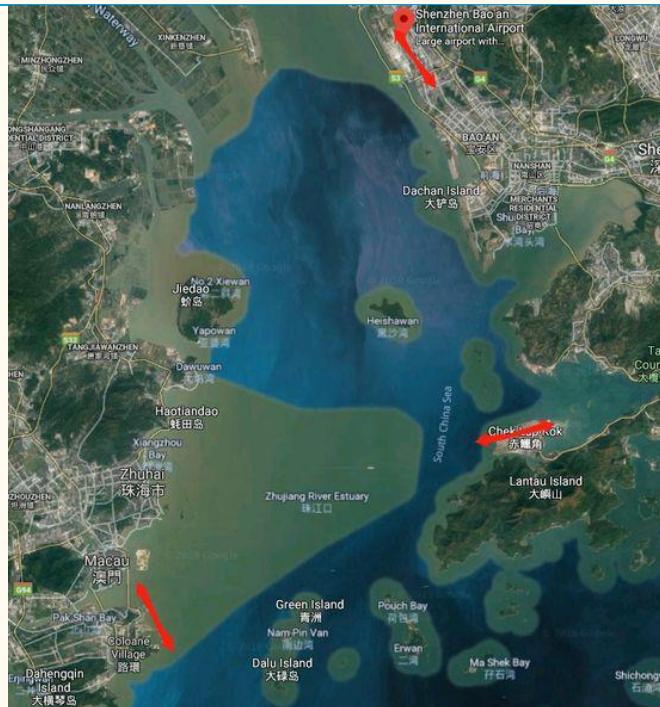
机场	跑道	航站区	预计产能
白云机场	5 条	3 座航站楼	2030 年旅客吞吐量 1.2 亿人次，2045 年旅客吞吐量 1.4 亿人次
香港机场	3 条	2 座航站楼	2035 旅客吞吐量 1.2 亿人次，货邮吞吐量 1000 万吨
深圳机场	3 条	2 座航站楼 +1 卫星厅	2030 年旅客吞吐量 8000 万人次，货邮吞吐量 260 万吨

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3. 白云机场空域资源条件较好

- **白云机场空域资源较优。**香港机场与深圳机场、澳门机场的跑道几乎垂直，香港机场的起降航道会干扰其他两座机场，三方在空域上存在冲突和竞争，可能导致预期产能无法完全利用，而白云机场相对远离香港机场，空域条件良好，有利于产能的充分释放。

图表 27：香港机场与深圳机场在空域时刻上存在竞争



来源：谷歌地图，国金证券研究所

2.3 需求端：经济支撑航空需求，受益大湾区旅客回流

1、政策明确白云机场“三大门户枢纽机场”战略地位

■ 政策优势突出，支撑白云机场高战略地位。2012年国务院《关于促进民航业发展的若干意见》确定白云机场大型国际航空枢纽地位。白云机场与首都机场、浦东机场并称为“三大门户”机场，定位为引领粤港澳世界级机场群建设、支撑民航强国战略的国际航空枢纽，有望在国际航权分配、空域使用、航线安排、产能扩张等方面获得政策支持。

图表 28：政策定位的优势突出

时间	政策	主要内容
2012 年 7 月	《国务院关于促进民航业发展的若干意见》	着力把北京、上海、广州的机场建成功能完善、辐射全球的大型国际航空枢纽；整合机场资源，加强珠三角、长三角和京津冀等都市密集地区机场功能互补。
2014 年 12 月	《广东省人民政府办公厅关于进一步加快民航业发展的意见》	加快广州白云国际机场国际航空枢纽建设，鼓励并带动更多航空公司把广州白云国际机场作为其在亚太地区的国际中转枢纽
2015 年 8 月	《广州市人民政府办公厅关于进一步加快民航业发展的实施意见》	到 2020 年，白云机场大型国际航空枢纽功能基本完善，机场旅客吞吐量达到 8000 万人次以上，年均增长 6.5%；货邮吞吐量达到 250 万吨以上，年均增长 9.5% 国际竞争力和影响力显著增强，国际航线 150 条，国际旅客占总旅客的比重超过 25%，白云机场中转旅客比重超过 15%，形成国际航线、国内干线、区域支线相互支撑、协调发展的格局
2016 年 12 月	民航局《中国民用航空第十三个五年规划》	着力提升北京、上海、广州机场国际枢纽竞争力，推动与周边机场优势互补、协同发展，建设与京津冀、长三角、珠三角三大城市群相适应的世界级机场群 坚持超前谋划，加快上海、广州等机场的改扩建

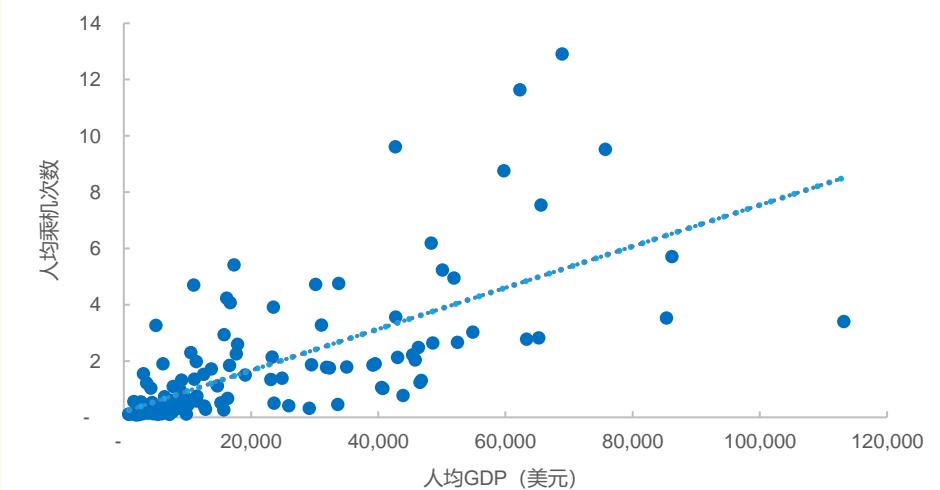
		工程，完善中转设施和服务流程，提升国际枢纽功能
2017年2月	《广东省人民政府关于广东省深化泛珠三角区域合作实施意见》	推进广州白云国际机场 <u>世界级航空枢纽建设</u> ，强化与区域内其他机场的协调联动，推进珠三角世界级机场群建设
2019年2月	国务院《粤港澳大湾区发展规划纲要》	巩固提升香港国际航空枢纽地位，强化航空管理培训中心功能，提升广州和深圳机场 <u>国际枢纽竞争力</u> ，增强澳门、珠海等机场功能，推进大湾区机场错位发展和良性互动
2020年4月	《广州白云国际机场总体规划修编》(获民航局批复)	实施广州、深圳等机场改扩建，开展广州新机场前期研究工作，研究建设一批支线机场和通用机场 广州白云国际机场定位 <u>引领粤港澳世界级机场群建设、支撑民航强国战略的国际航空枢纽</u> 按照近期2030年飞机起降77.5万架次、旅客吞吐量1.2亿人次、货邮吞吐量380万吨，远期2045年飞机起降87万架次、旅客吞吐量1.4亿人次、货邮吞吐量600万吨进行规划

来源：公司公告，国金证券研究所

2. 腹地经济发达，支撑航空出行需求

- **航空出行需求与经济发展高度相关。**商务出行和因私出行均与经济发展相关度高。(1)商务旅客的出行需求与宏观经济相关度高，经济周期的波动会对商务旅客航空出行需求造成影响；(2)因私出行旅客的出行需求多来自旅游，随着人均GDP的不断提升，消费水平随之提升，旅游出行的人数和比例将保持稳定增长，推动航空客运需求持续上行。
- **腹地经济发展助力白云机场成为国际航空枢纽。**珠三角是我国最早开放的地区之一，区域经济发达，2021年珠三角地区GDP合计9.8万亿元，占全国8.8%，疫情前始终保持6%以上的较快增速。广东省人均GDP也长期维持较高的增长速度，2021年人均GDP达9.8万元。发达、稳定的经济可催生旺盛的航空需求，打开白云机场的成长空间。

图表 29：人均乘机次数与人均GDP正相关



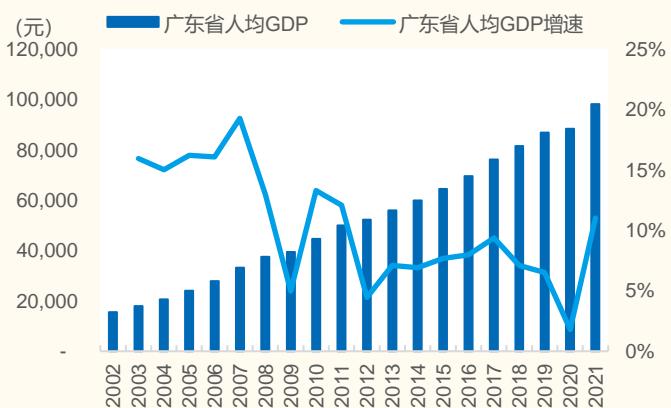
来源：世界银行，国金证券研究所

图表 30：珠三角地区经济保持高速增长



来源：广东省统计局，国金证券研究所

图表 31：广东省人均 GDP 高且增速快

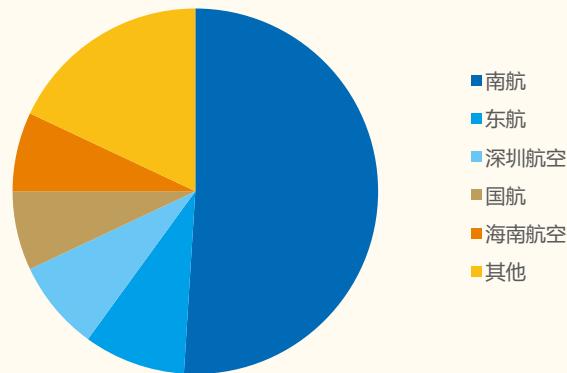


来源：国家统计局，国金证券研究所

3、国际航线将受益于大湾区旅客回流

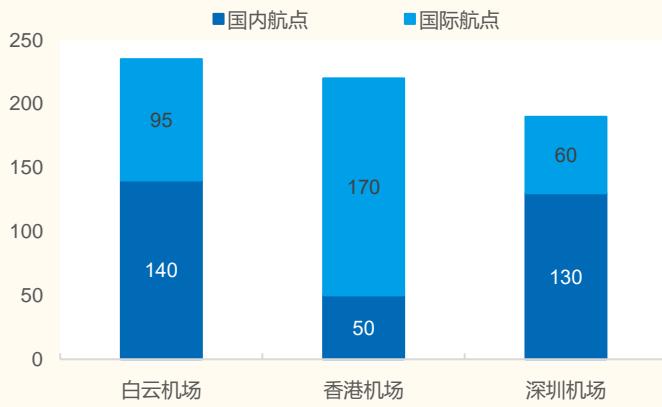
- **香港机场产能瓶颈导致客流溢出。**香港机场约 1/3 为中转客源，大约 2000 万人次。过去香港机场作为中转，承接了大量出入境的大陆旅客，而近年来受制于香港机场产能限制，部分大湾区赴港中转的旅客或通过广深出境。
- **主基地航司南航加持下，白云机场国际业务较为领先。**近年来南航陆续在白云机场开通飞往欧洲、北美、南亚、东北亚和中东等地区的航线，集中资源建设“广州之路”，并积极开通或加密“一带一路”沿线航点。在南航的大力建设下，如今白云机场的国际航点远多于深圳。凭借良好的空域条件以及产能优势，白云机场更有望受益于粤港澳大湾区旅客回流，并提升国际旅客占比。

图表 32：南航在白云机场市占率高，利于打造枢纽建设



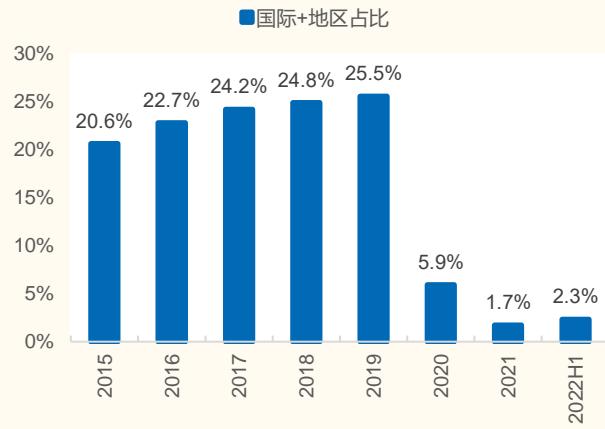
来源：preflight，国金证券研究所

图表 33：白云机场国际航点数量仅次于香港机场



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 34：白云机场国际旅客吞吐量占比持续提升



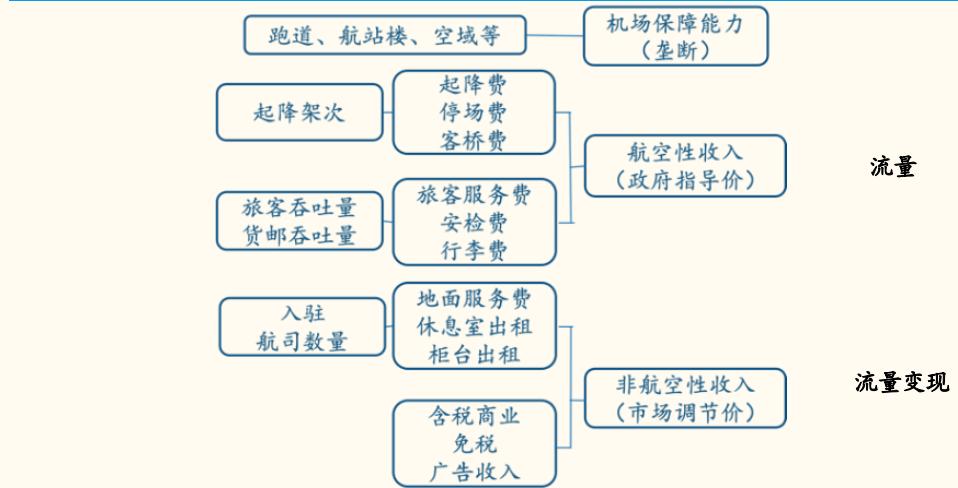
来源：公司公告，国金证券研究所

三、非航业务：商业模式优秀，免税弹性保留

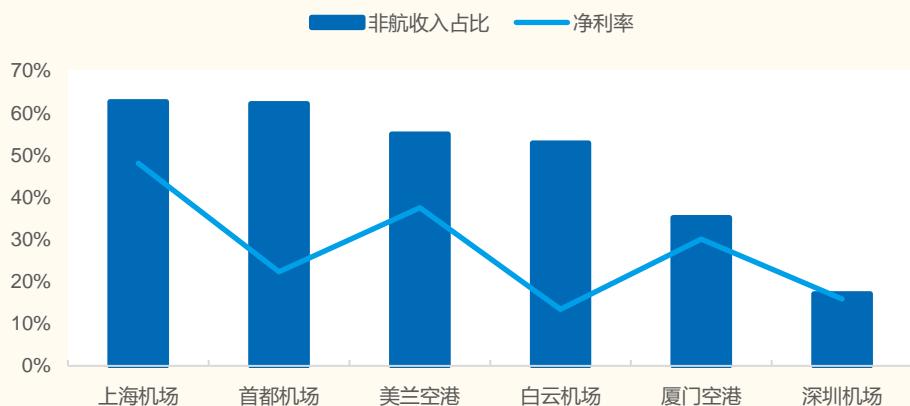
3.1 流量变现的非航业务决定盈利水平

- 非航收入决定盈利水平差异。**机场收入主要分为起降费、停场费、旅客服务费等航空性收入和免税租金、广告收入等非航空性收入。其中，机场的区位决定了客流量及航空性业务收入规模，而非航业务则起到流量变现的作用。同时，由于其高毛利的特性，非航收入决定了机场的盈利水平差异，非航收入占比高的机场通常盈利能力更强。
- 2019 年白云机场航空延伸性收入达近年顶峰。**2010-2019 年，白云机场航空延伸性收入持续扩张。2019 年伴随免税业务的发展，航空性延伸服务收入达 41.6 亿元，同比增长 14%，为近年峰值，并超过航空性业务成为公司第一大收入来源。

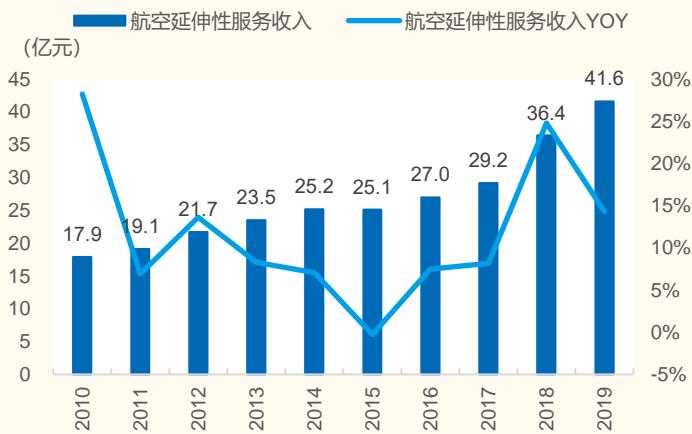
图表 35：机场行业商业模式



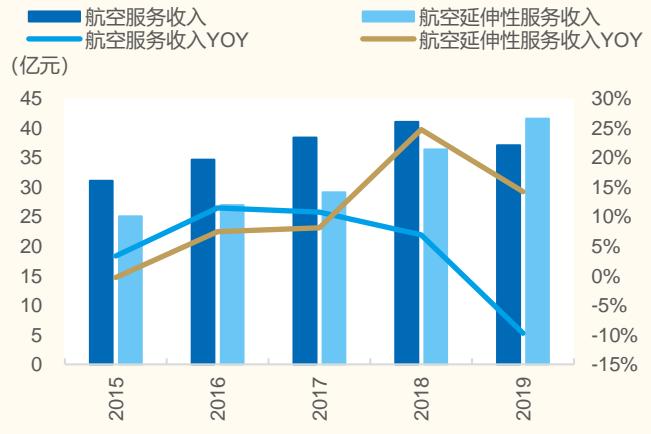
来源：国金证券研究所

图表 36：非航业务占比高的机场盈利能力更强（2019 年）


来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：2019 年公司航空延伸性收入达近年顶峰


来源：公司公告，国金证券研究所 备注：2020、2021 年因公司航空性服务收入、航空延伸性服务收入口径变化不可比，故未展示。

图表 38：2019 年非航业务收入占比超过航空性业务


来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 机场免税：弹性保留，国际放开后业绩将恢复增长

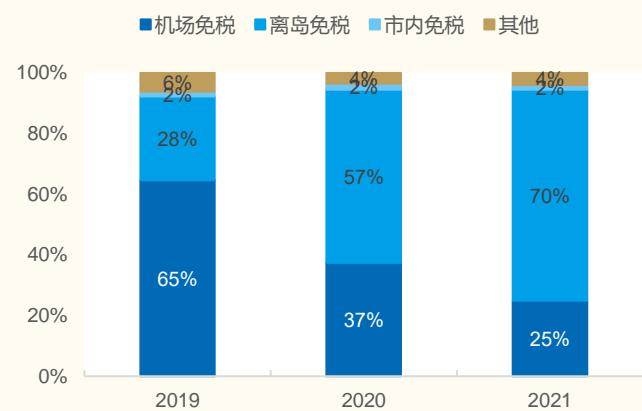
- **机场免税渠道议价权暂时下滑。** 免税业态可分为口岸免税、离岛免税和市内免税。以中免为例，2019 年之前机场（口岸）免税一直是最主要的免税渠道，占比超过 60%，2020 年之后伴随海南离岛免税兴起，叠加国际客班大幅减少，中免的机场免税渠道收入占比下滑至 25%。
- 我们认为口岸免税的规模下滑为暂时性现象，主要源于“五个一”政策导致的国际客流大幅降低。预计待国际航线大幅恢复后，中国口岸免税市场规模也将恢复增长，2024 年超过 2019 年水平，2026 年达到 593 亿元，2023-26 年 CAGR 为 36.1%。

图表 39：免税主要业态为口岸、离岛、市内

业态	说明
口岸店	机场、陆路边境、火车站、跨境汽车站和港口等出入境旅游零售商店
离岛店	有资格在指定区域（通常是岛屿）经营免税与旅游零售业务的旅游零售商店，而免税品限于正在离开指定区域的顾客方能购买，该等商店一般位于市中心位置或指定区域的机场
市内店	获得具有有效身份证明文件及出境交通凭证快将出境的外籍人士，及本国人士自国外返回后一段时间内光顾、位于市中心的旅游零售商店。
其他	邮轮、渡轮或飞机上的旅游零售商店

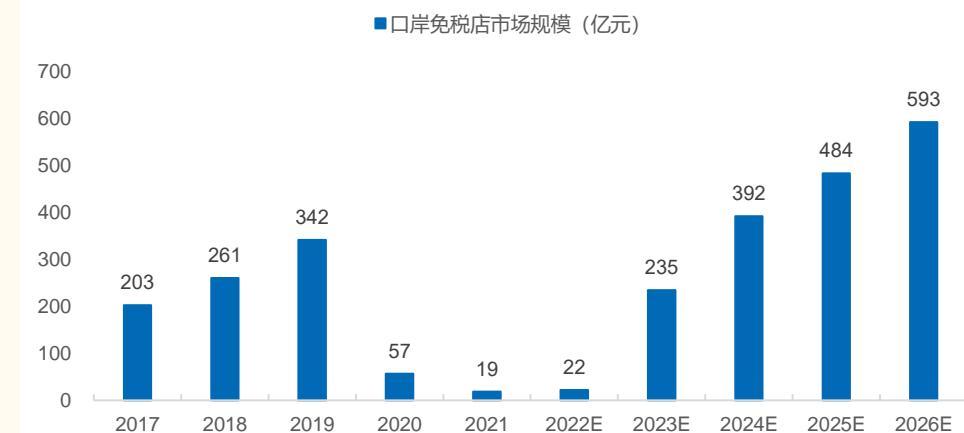
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：中国中免机场免税营收占比明显下降



来源：公司公告，国金证券研究所

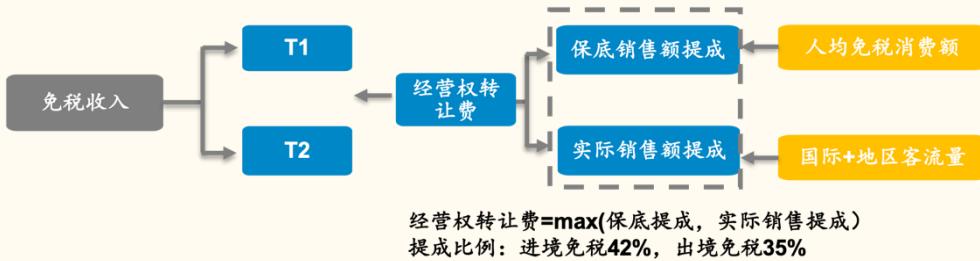
图表 41：中国机场免税市场规模将恢复增长



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

- 免税收入决定机场业绩弹性。2017 年中免中标白云机场免税业务，采用保底+提成的收费模式，即经营权转让费为月保底销售额与实际销售额取高，并根据对应提成率确定具体收入。其中 T1、T2 进境业务合计保底提成收入 21.26 亿元，T2 出境业务保底提成收入 12.65 亿元。若实际销售额提成快速增长，公司业绩将大幅提升。

图表 42：白云机场免税收入增长驱动因素



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43: 白云机场进境免税保底提成收入

年份	T1&T2 进境 (亿元)	提成比例
T2 启用前	0.63	39%
2018.4.26-2019.4.25	2.89	42%
2019.4.26-2020.4.25	3.15	42%
2020.4.26-2021.4.25	3.33	42%
2021.4.26-2022.4.25	3.54	42%
2022.4.26-2023.4.25	3.75	42%
2023.4.26-2024.4.25	3.97	42%
合计	21.26	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44: 白云机场出境免税保底提成收入

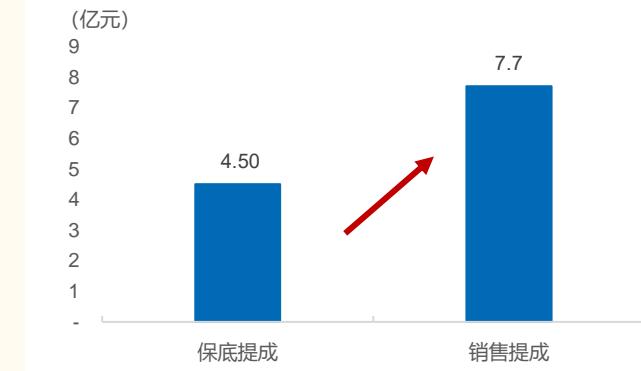
年份	T2 出境 (亿元)	提成比例
2017.2.1-2017.7.31	-	35%
2018.8.1.-2018.12.31	0.58	35%
2019.1.1-2019.12.31	1.42	35%
2020.1.1-2020.12.31	1.5	35%
2021.1.1-2021.12.31	1.59	35%
2022.1.1-2022.12.31	1.69	35%
2023.1.1-2023.12.31	1.79	35%
2024.1.1-2024.12.31	1.9	35%
2025.1.1-2026.1.31	2.18	35%
合计	12.65	

来源：公司公告，国金证券研究所

- **T2 航站楼投产带动白云机场免税业务 2019 年爆发式增长。**2018 年, T2 航站楼投产, 免税商业面积扩大至 5944 m², 刺激旅客消费。2019 年中免在白云机场的免税销售额为 19.22 亿元, 若按平均 40% 的扣点率估算, 则公司免税收入为 7.7 亿元, 高于当年保底。

图表 45: 白云机场免税面积 2018 年扩大 4 倍

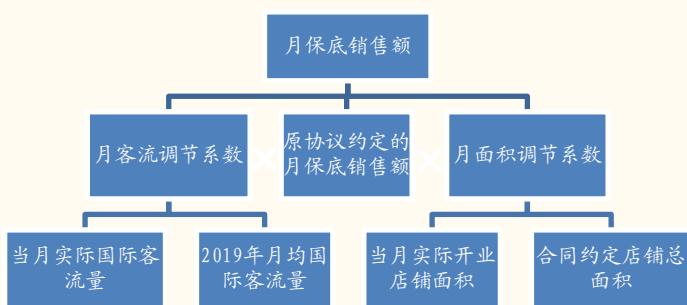
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 46: 白云机场销售额提成远高于保底 (2019 年)

来源：公司公告，国金证券研究所 备注：免税收入为根据 2019 年免税销售额与扣点率估计。

- **2022 年与中免签订免税补充协议。**受疫情影响, 白云机场国际出入境旅客吞吐量大幅减少, 由 2019 年的 1794 万人次减少至 2021 年的 67 万人次。为有效化解合同执行风险, 2022 年 6 月双方签订补充协议, 经营权转让费收取模式不变, 参考国际客流恢复程度与开业面积比例, 对月保底销售额进行调整, 同时进境店协议期延长 2 年, 协议截止日期为 2029 年 4 月 25 日。
- **短期保底下降, 免税弹性保留。**根据补充协议, 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, 其中 2021 年金额为根据补充协议计算, 短期保底额显著下降。同时, 补充协议维持原协议扣点率, 经营权转让费收取模式不变, 且进境店协议延期至 2029 年, 白云机场得以保留免税租金的向上弹性。我们认为, 公司原协议的保底金额较低, 多个免税商或有能力参与招投标, 因此协议条款相对有利。

图表 47：设置月客流调节系数和月面积调节系数



来源：公司公告，国金证券研究所

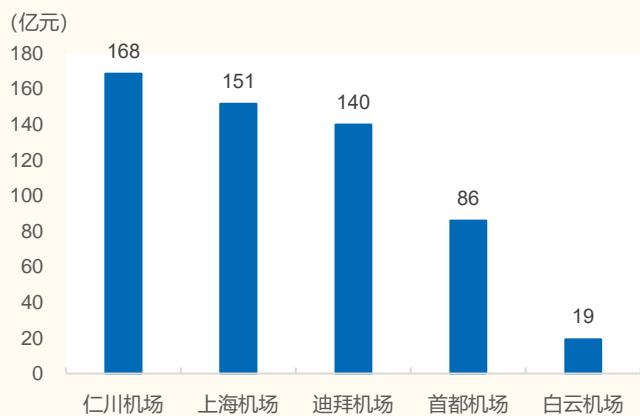
图表 48：视国际客流恢复情况确定月保底销售额基数

年份	条件	月保底销售额基数
2021 年	-	执行 2019 年 12 月的月保底销售额
2021 年以后	(上年度国际客流量 ÷ 2019 年国际客流总量) < 0.8	以上年度月保底销售额基数为基数，不递增
	(上年度国际客流量 ÷ 2019 年国际客流总量) > 0.8	以上年度月保底销售额基数为基数，执行原递增条款

来源：公司公告，国金证券研究所

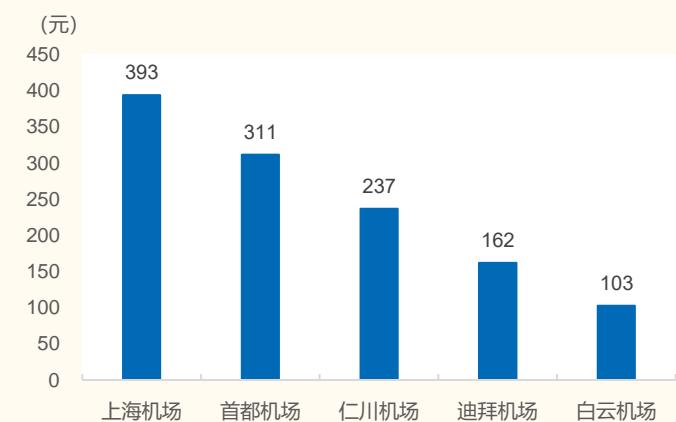
- **白云机场人均免税消费额仍有较大提升空间。** 出入境旅客流量是提高免税收入的基础。2019 年白云机场旅客吞吐量位居全球第 11，但免税销售额大幅低于其他机场，源于国际地区旅客量及人均免税销售额偏低。
- 2019 年，白云机场人均免税消费额仅 103 元，与上海机场、首都机场存在较大差距。考虑国际航线结构与腹地经济水平差异，白云机场人均免税销售额或无法达到北上机场水平，仍应有望达到亚洲平均水平，预计将提升至 200 元以上。

图表 49：相比全球主要机场，白云机场免税销售额较低（2019 年）



来源：中国中免，公司公告，moodiedavitt report，国金证券研究所

图表 50：白云机场人均免税销售额偏低

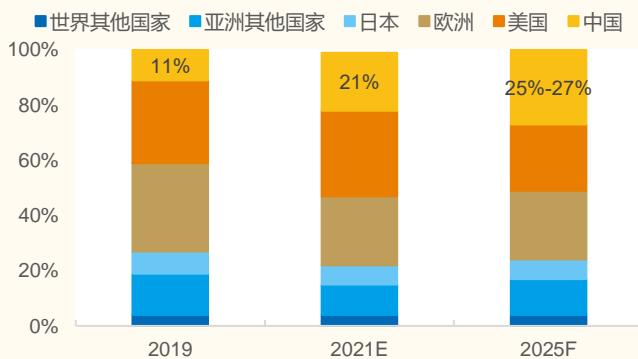


来源：中国中免，公司公告，moodiedavitt report，国金证券研究所

3.3 有税商业：高坪效奢侈品入驻提升经营效益

- **有税商业贡献稳定收入，存提升空间。** 目前，白云机场的商业面积已经从 2004 年的 1.65 万平方米扩增至 6.07 万平方米，商铺 540 多间，出租率约 60%。平均租金水平约 16206 元/平方米/年，据此估算租金约 5.9 亿元/年。若疫情影响消退，出租率提升，有税商业的收入贡献将有望增长。
- **疫情期间中国奢侈品消费大量回流。** 根据贝恩公司，2019 年全球奢侈品中国市场消费占比为 11%，预计 2025 年中国将赶超美国、欧洲，成为全球最大的奢侈品消费市场，占比提升至 25%-27%。从长期看，国人消费回流，机场发展重奢业务有望带来收入增量。目前已多个奢侈品品牌入驻国内机场，公司也正积极与品牌方洽谈，LV 已确定进驻白云机场。
- 奢侈品门店的坪效高，有助于提升机场有税业务的经营效益。估算白云机场目前空余商业面积约 2 万平方米，按 10% 重奢商业占比、坪效 30 万、提成率 10%-20%，粗略估算对应的有税商业收入约 0.6-1.2 亿元/年。

图表 51: 2025 年中国将成为全球最大的奢侈品消费市场



来源: Bain & Company, 国金证券研究所

图表 52: 奢侈品品牌加速入驻国内机场

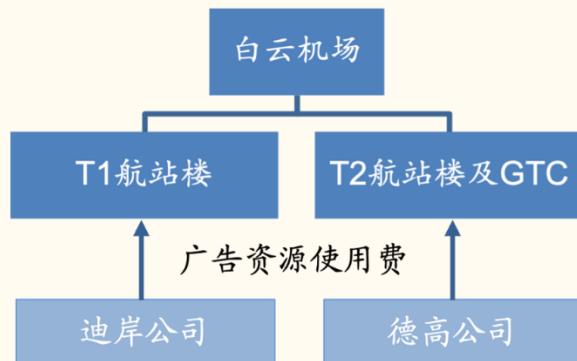
机场	LV	古驰	爱马仕	阿玛尼	巴黎世家	BV
广州白云	2022	2008			2016 前	
上海虹桥	2020	2020	2010			
北京首都		2019				2019
北京大兴	2019	2019	2019	2019		2019
深圳宝安		2016 前			2019 前	
成都天府	2021	2021	2021			2021

来源: 品牌官网, 机场官网, 国金证券研究所

3.4 广告: 外包效果明显, 稳定贡献利润

- 广告业务采用外包形式, 交由专业的广告商运营。2018 年起白云机场全面采用特许经营模式(承包给专业广告公司经营), 广告资源使用费=保底价+超额提成, 超额提成=(实际销售额-提成基准数)×超额提成率。(1) T1航站楼: 2018 年 8 月与迪岸公司签订 58 个月合同, 预计保底收入 16.8 亿元; (2) T2 航站楼+GTC: 2017 年 5 月与德高公司签署 5 (+3) 年的合同, 5 年预计保底收入 20.3 亿元。

图表 53: 白云机场广告特许经营模式



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 54: T1 航站楼广告媒体经营合同构成

期间	保底收入 金额 (亿元)	超额 提成 比例	超额提成 (亿元)
2018.7.1- 2019.6.30	2.6	10%	(年度销售额-3.25) *10%
2019.7.1- 2020.6.30	3	10%	(年度销售额-3.74) *10%
2020.7.1- 2021.6.30	3.4	10%	(年度销售额-4.30) *10%
2021.7.1- 2022.6.30	4	10%	(年度销售额-4.94) *10%
2022.7.1- 2023.4.30	3.8	10%	(年度销售额-4.74) *10%
合计	16.8		

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 55: T2+GTC 广告媒体经营合同构成

期间 (2018.2- 2023.1)	保底收入 金额 (亿元)	超额 提成 比例	超额提成 (亿元)
第一年度	3.6	10%	(年度销售额-4.5) *10%
第二年度	3.82	10%	(年度销售额-4.77) *10%
第三年度	4.04	10%	(年度销售额-5.06) *10%
第四年度	4.29	10%	(年度销售额-5.36) *10%
第五年度	4.54	10%	(年度销售额-5.68) *10%
合计	20.29		

来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 外包效果明显，广告收入和净利润稳步提升。在 2018 年 T2 签订特许经营合同后，广告分部的收入和净利润出现较大程度的提升，2019 年实现广告营业收入 6.83 亿元，净利润 3.33 亿元，分别同比上升 21% 和 103%，源于特许经营盈利能力远高于自营。2020-2021 年广告分部实现净利润 3.93 亿元、2.66 亿元，同期公司亏损，广告业务有效减轻疫情带来的负面影响。

图表 56：白云机场广告分部营收逐年提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 57：广告分部净利润占比稳中有升



来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 核心经营数据

1、客流假设：考虑全球疫情形势，预计 2022 年国际客流恢复有限。考虑新冠口服药获批和应用，预计 2023 年国际客流明显恢复。若国内疫情防控良好，预计国内旅客量有望超过 2019 年同期水平。我们预计 2022-2024 年白云机场的旅客吞吐量分别为 4,296 万人次、7,223 万人次、8,713 万人次，同比分别 +7%、+68%、+21%，其中 2022-2024 年，国际客流分别恢复至 2019 年的 7%、50% 及 115%。参考 2030 年旅客吞吐量规划目标，远期旅客吞吐量同比增速假设为 4%。

2、飞机起降架次假设：考虑到单机载容量的回升，我们预计 2022-2024 年起降架次分别为 38 万架次、49 万架次、58 万架次，同比分别 +4%、+30%、+19%。考虑枢纽机场时刻释放偏紧，远期飞机起降架次同比增速假设为 3%。

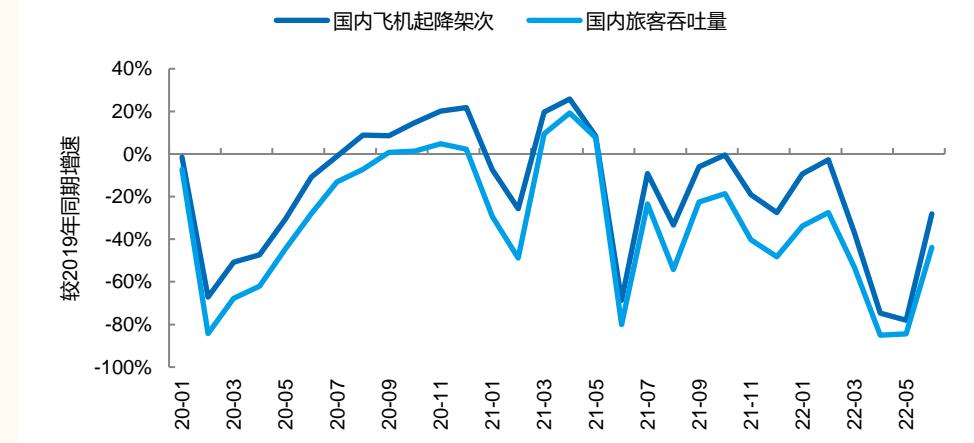
图表 58：白云机场关键数据假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
旅客吞吐量 (万人次)	7,339	4,377	4,026	4,296	7,223	8,713
YoY	5%	-40%	-8%	7%	68%	21%
国内	5,467	4,119	3,957	4,172	6,287	6,561
YoY	4%	-25%	-4%	5%	51%	4%
国际及地区	1,871	258	69	123	936	2,152
YoY	8%	-86%	-73%	79%	659%	130%
货邮吞吐量 (万吨)	192	176	205	213	221	219
YoY	2%	-8%	16%	4%	4%	-1%
国内	74	58	61	62	74	78
YoY	0%	-22%	4%	2%	20%	5%
国际及地区	118	118	144	151	147	141
YoY	3%	0%	22%	5%	-3%	-4%
起降架次 (万架次)	49	37	36	38	49	58
YoY	3%	-24%	-3%	4%	30%	19%

国内	37	33	32	33	42	44
YoY	3%	-11%	-2%	1%	29%	4%
国际及地区	13	5	4	5	7	14
YoY	2%	-63%	-13%	27%	36%	109%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 59：疫情控制较好时，公司国内旅客吞吐量超过 2019 年



来源：Wind，国金证券研究所

■ 收入假设

- 航空性收入：**航空性收入伴随流量而变化，我们预计 2022-2024 年航空业务收入分别为 23 亿元、34 亿元和 42 亿元，同比分别+6%、+48% 和 +23%；
- 非航收入：**预计 2022-2024 年非航业务收入分别为 32 亿元、38 亿元和 50 亿元，同比分别增加+7%、+20% 和 +30%，其中假设人均免税销售额以 7% 的增速持续提升，扣点率在 2030 年及以后降为 30%。
- 营业收入：**预计 2022-2024 年营业收入分别为 55 亿元、73 亿元和 92 亿元，同比分别增加+6%、+32% 和 +26%。

图表 60：白云机场收入假设

营收预测	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	7,870	5,225	5,180	5,509	7,261	9,194
营收 YOY	2%	-34%	-1%	6%	32%	26%
航空性收入（百万元）	3,710	2,312	2,191	2,323	3,441	4,242
航空性收入 YOY	-15%	-38%	-5%	6%	48%	23%
航空性收入占比	47%	44%	42%	42%	47%	46%
非航空收入（百万元）	4,160	2,913	2,989	3,187	3,820	4,952
非航收入 YOY	14%	-30%	3%	7%	20%	30%
非航收入占比	53%	56%	58%	58%	53%	54%

来源：公司公告，国金证券研究所

备注：航空服务业务与非航业务收入分类标准采用 2019 年口径。

■ 成本费用假设

1、资本开支假设：我们预计 2024 年三期扩建工程的跑道投产，2025 年底 T3 航站楼投产。其中，估算 2 条跑道资本开支为 30 亿元，T3 航站楼等资本开支为 160 亿元，初期采用集团代建方式，建成完毕后公司购入成为固定资产。考虑投资额较高，模型假设 2025 年公司将采用长期借款的方式融资，因此 2025 年起公司财务费用将有明显增加。

2、成本假设：预计 2022-2024 年成本项逐步增长至恢复到 2019 年水平，其中 2024 年因跑道投产新增一定折旧费。预计 2025 年底三期工程投建后，将产生大额折旧费，以及劳务费、水电费等，2026 年营业成本将大幅增加。

3、盈利假设：预计 2022-2024 年公司净利润为 -5.08 亿元、3.45 亿元、12.3 亿元，对应 EPS 分别为 -0.22 元、0.15 元、0.52 元。

图表 61：白云机场各项成本假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成本合计 (百万元)	5,972	5,285	5,228	5,658	6,155	6,786
总成本 YOY	10%	-12%	-1%	8%	9%	10%
人工成本 (百万元)	2,093	1,641	1,736	1,842	1,954	2,073
人工成本 YOY	0%	-22%	6%	6%	6%	6%
折旧费 (百万元)	1,521	1,550	1,554	1,679	1,722	1,853
折旧费 YOY	21%	2%	0%	8%	3%	8%
使用权资产折旧费 (百万元)	-	-	268	292	300	308
使用权资产折旧费 YOY	-	-	-	9%	3%	3%
直接成本 (百万元)	443	398	398	437	481	529
直接成本 YOY	3%	-10%	0%	10%	10%	10%
维修费 (百万元)	349	360	257	296	340	391
维修费 YOY	25%	3%	-29%	15%	15%	15%
水电费及水电管理费 (百万元)	251	135	149	178	214	257
水电费及水电管理费 YOY	-4%	-46%	10%	20%	20%	20%
劳务费 (百万元)	436	372	365	402	442	486
劳务费 YOY	30%	-15%	-2%	10%	10%	10%
其他运行成本 (百万元)	881	829	500	532	701	888
其他运行成本 YOY	11%	-6%	-40%	6%	32%	27%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 估值分析

■ 采用 DCF 估值。机场经营相对稳定，采用 DCF 模型进行估值，其中 WACC=6.74%，永续增长率为 2%。运用 DCF 估值得出目标价为 15 元，现价为 12.95 元，股价上行空间为 16%。

图表 62：公司现金流量折现法

单位：人民币百万元	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
息税折摊前利润 EBIT	a	-717	393	1,552	1,654	339	520	717	940	823	1,057
所得税率 T	b	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	15%
EBIT*(1-T)	c=a*(1-b)	-538	295	1,164	1,240	254	390	538	705	617	793
加：折旧与摊销	d	1,679	1,731	1,870	2,013	2,931	3,001	3,074	3,149	3,226	3,306
营运资本变动	e	646	410	901	195	1,237	187	318	340	263	367
资本开支	f	-1,260	-1,243	-4,268	-18,294	-1,325	-1,359	-1,398	-1,440	-1,487	-1,539
公司自由现金流	g=c+d+e+f	528	1,193	-334	-14,845	3,097	2,220	2,533	2,754	2,620	2,927
现金流现值	h=g/(1+WACC) ⁱ	528	1,118	-293	-12,206	2,386	1,602	1,712	1,744	1,554	221

终值	i	62,948
终值现值	j=i/(1+WACC) ⁿ	34,990
企业价值	k=h+j	34,762
净负债	l	-1,075
少数股东权益	m	309
归母股权价值	n=k-l-m	35,528
总股数 (百万股)	o	2,367
每股价值	p=n/o	15.0

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 63: 折现现金流法核心假设

参数名称	取值
显性期年数	10
终值期增长率	2.00%
Beta	0.90
无风险利率	3.00%
市场风险溢价	4.50%
股权成本	7.05%
债权成本	5.30%
WACC	6.74%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 64: 折现现金流法敏感性分析

DCF	悲观情形	一般情形	乐观情形
TV 增长率 g:	1.50%	2.00%	2.50%
贝塔 β :	0.90	0.90	0.90
Ke:	6.90%	6.90%	6.90%
WACC:	6.59%	6.59%	6.59%
FCFF 现值:	-523	-523	-523
TV:	56,090	62,513	70,509
TV 现值:	31,595	35,213	39,717
企业价值:	31,072	34,690	39,194
归母股权价值:	31,838	35,456	39,959
总股数 (百万股) :	2,367	2,367	2,367
每股价值:	13.5	15.0	16.9

来源: Wind, 国金证券研究所

4.3 投资建议

- 投资建议:** 机场具有区域垄断性、流量变现空间大等特点，具备长期投资价值。白云机场产能优势明显，国际放开后仍将展现业绩弹性。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润-5.08 亿元、3.45 亿元、12.3 亿元。采用 DCF 法估值，给予目标价人民币 15 元，首次覆盖给予“买入”评级。

五、风险提示

- **疫情影响超预期风险。**本报告的核心假设为 2023 年白云机场国内业务恢复至超过 2019 年水平，2024 年国际业务恢复至超过 2019 年水平。若疫情影响超预期，则将影响核心假设与盈利预测。
- **免税提成率降低风险。**2018、2019 年国家五部门联合发布公告，规定口岸出入境免税店提成比例上限。免税协议到期后重新招投标，存在提成率降低的风险。
- **扩建工程影响业绩风险。**白云机场处于三期扩建期，目前重要在建项目有 T3 航站楼、第四第五跑道、T1/T2 指廊，上述项目投产后将带来折旧摊销、人工、水电费等成本的大幅上升，可能对财务及经营产生一定影响。
- **商务违约风险。**疫情期间，部分租户可能存在退租或拖欠租金的情况，影响公司业绩。
- **限售股解禁风险。**2022 年 5 月 5 日，公司 2.97 亿限售股解禁，占总股本的 12.57%，需关注售股风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
主营业务收入	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	货币资金	2019	2020	2021	2022E	2023E	
增长率	7,870	5,225	5,180	5,509	7,261	9,194	应收账款	1,231	2,325	1,573	1,752	3,074	
主营业务成本	-33.6%	-0.8%	6.4%	31.8%	26.6%		存货	995	1,168	1,308	1,317	1,387	
%销售收入	-5,972	-5,285	-5,228	-5,658	-6,155	-6,786	其他流动资产	66	63	68	71	71	
	75.9%	101.2%	100.9%	102.7%	84.8%	73.8%		239	355	414	420	417	
毛利	1,898	-60	-47	-149	1,106	2,408	流动资产	2,531	3,911	3,363	3,559	4,949	
%销售收入	24.1%	n.a	n.a	n.a	15.2%	26.2%	%总资产	10.1%	14.9%	12.2%	13.1%	17.7%	
营业税金及附加	-163	-87	-89	-95	-125	-158	长期投资	453	629	688	688	688	
%销售收入	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	21,043	20,844	20,087	19,570	19,021	
销售费用	-12	-69	-76	-77	-94	-110	%总资产	84.1%	79.3%	72.9%	72.0%	68.1%	
%销售收入	0.2%	1.3%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	无形资产	503	441	385	443	504	
管理费用	-461	-364	-341	-358	-450	-542	非流动资产	22,476	22,387	24,182	23,629	22,980	
%销售收入	5.9%	7.0%	6.6%	6.5%	6.2%	5.9%	%总资产	89.9%	85.1%	87.8%	86.9%	82.3%	
研发费用	-28	-33	-40	-39	-44	-46							
%销售收入	0.4%	0.6%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%							
息税前利润（EBIT）	1,233	-613	-593	-717	393	1,552	资产总计	25,007	26,298	27,545	27,188	27,929	
%销售收入	15.7%	n.a	n.a	n.a	5.4%	16.9%							
财务费用	-55	115	-92	-92	-76	-68	短期借款	0	20	293	300	300	
%销售收入	0.7%	-2.2%	1.8%	1.7%	1.1%	0.7%	应付款项	6,537	5,882	5,470	5,742	6,145	
资产减值损失	19	-19	-35	0	0	0	其他流动负债	500	316	301	293	368	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	7,037	6,218	6,065	6,335	6,813	
投资收益	49	226	117	100	110	121	长期贷款	600	0	0	0	0	
%税前利润	3.7%	-152.0%	-22.0%	-15.4%	22.5%	7.2%	其他长期负债	901	617	2,879	2,739	2,738	
营业利润	1,316	-175	-541	-649	490	1,670	负债	8,539	6,835	8,944	9,073	9,551	
营业利润率	16.7%	n.a	n.a	n.a	6.7%	18.2%	普通股股东权益	16,289	19,261	18,313	17,805	18,046	
营业外收支	12	26	12	0	0	0	其中：股本	2,069	2,367	2,367	2,367	2,367	
税前利润	1,327	-148	-530	-649	490	1,670	未分配利润	6,576	6,022	5,085	4,576	4,818	
利润率	16.9%	n.a	n.a	n.a	6.7%	18.2%	少数股东权益	180	202	288	309	332	
所得税	-271	-84	145	162	-122	-418	负债股东权益合计	25,007	26,298	27,545	27,188	27,929	
所得税率	20.4%	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%							
净利润	1,057	-232	-385	-487	367	1,253							
少数股东损益	57	18	20	21	23	24							
归属于母公司的净利润	1,000	-250	-406	-508	345	1,229							
净利率	12.7%	n.a	n.a	n.a	4.7%	13.4%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
净利润	1,057	-232	-385	-487	367	1,253	每股指标						
少数股东损益	57	18	20	21	23	24	每股收益	0.483	-0.106	-0.171	-0.215	0.146	0.519
非现金支出	1,579	1,668	1,977	1,977	2,002	2,119	每股净资产	7.872	8.138	7.738	7.523	7.625	7.989
非经营收益	-29	-145	-204	-40	15	4	每股经营现金净流	1.456	-0.015	0.357	0.886	1.181	1.807
营运资金变动	406	-1,326	-542	646	410	901	每股股利	0.145	0.042	0.000	0.000	0.044	0.156
经营活动现金净流	3,013	-35	845	2,096	2,794	4,277	回报率						
资本开支	-1,062	-1,351	-1,246	-1,260	-1,243	-4,268	净资产收益率	6.14%	-1.30%	-2.22%	-2.85%	1.91%	6.50%
投资	-9	170	0	-400	0	0	总资产收益率	4.00%	-0.95%	-1.47%	-1.87%	1.23%	4.15%
其他	12	28	19	100	110	121	投入资本收益率	5.74%	-4.91%	-2.28%	-2.92%	1.58%	5.94%
投资活动现金净流	-1,059	-1,154	-1,228	-1,560	-1,133	-4,147	增长率						
股权募资	0	3,200	78	0	0	0	主营业务收入增长率	1.59%	-33.61%	-0.85%	6.35%	31.79%	26.62%
债权募资	-2,570	-580	-20	-122	0	0	EBIT 增长率	-24.34%	-149.71%	-3.29%	20.98%	-154.83%	294.64%
其他	-430	-346	-427	-125	-228	-494	净利润增长率	-11.45%	-125.03%	N/A	N/A	N/A	256.57%
筹资活动现金净流	-3,000	2,273	-369	-247	-228	-494	总资产增长率	-7.60%	5.16%	4.74%	-1.30%	2.73%	6.16%
现金净流量	-1,044	1,085	-752	289	1,433	-365	资产管理能力						
							应收账款周转天数	48.8	71.3	83.8	83.8	66.3	48.8
							存货周转天数	3.9	4.4	4.6	4.6	4.2	3.9
							应付账款周转天数	34.9	51.2	54.0	54.0	44.4	34.9
							固定资产周转天数	960.3	1,438.9	1,366.8	1,221.1	894.4	798.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-3.83%	-11.84%	-6.88%	-8.01%	-15.09%	-11.93%
							EBIT 利息保障倍数	22.6	5.3	-6.5	-7.8	5.1	22.7
							资产负债率	34.14%	25.99%	32.47%	33.37%	34.20%	35.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	9	18	25	38
增持	0	2	9	13	4
中性	0	0	1	2	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.18	1.39	1.43	1.26

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402