

## 白云机场 (600004.SH) 买入 (维持评级)

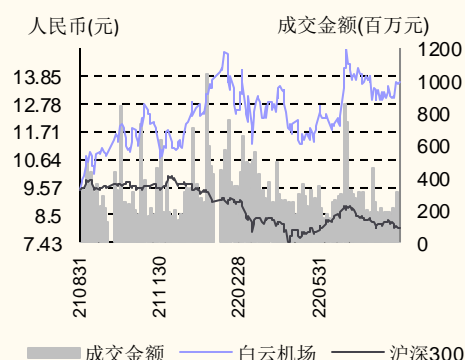
## 公司点评

市场价格 (人民币): 13.63 元

## Q2 疫情持续影响, 静待需求恢复

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	23.67
已上市流通 A 股(亿股)	23.67
总市值(亿元)	322.58
年内股价最高最低(元)	14.91/9.44
沪深 300 指数	4076
上证指数	3227



## 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	5,388	7,297	9,210
营业收入增长率	-33.61%	-0.85%	4.01%	35.43%	26.22%
归母净利润(百万元)	-250	-406	-593	354	1,230
归母净利润增长率	-125.03%	N/A	N/A	N/A	246.95%
摊薄每股收益(元)	-0.106	-0.171	-0.250	0.150	0.520
每股经营性现金流净额	-0.01	0.36	0.82	1.17	1.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	-1.30%	-2.22%	-3.34%	1.97%	6.53%
P/E	NA	NA	NA	91.02	26.23
P/B	1.74	1.56	1.82	1.80	1.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩

- 8 月 30 日, 白云机场发布 2022 年半年度报告。2022H1 营业收入为 20.32 亿元, 同比下降 15%; 归母净利为-5.17 亿元, 2021 年同期为-4.10 亿元; 2022Q2 营业收入为 7.93 亿元, 同比下降 34%; 归母净利为-4.35 亿元, 2021 年同期为-2.55 亿元。H1 净利润位于业绩预告公告中间值。

## 分析

- 疫情反复流量下降, 降本创效降低费用。**H1 国内疫情反复, 4-5 月影响甚至超过 2021 年同期广深疫情。H1 公司飞机起降架次、旅客吞吐量分别为上年同期的 72%、57%, 为 2019 年同期的 55%、35%。其中 H1 国际地区旅客吞吐量为 2019 年 3%, 恢复仍极为有限。机场成本刚性而收入下降, 公司毛利率同比下降 11.9pct 至-21.2%。H1 公司执行降本创效政策缩减开支, 销售、管理、研发费用分别同降 1.3%、8.7%和 11.2%, 取得良好效果。
- 签订免税补充协议, 弹性得以保留。**6 月公司公告与广州新免税品签订免税补充协议, 约定经营权转让费收取模式不变, 即月保底经营权转让费与月销售额提成额取其高, 且进境店协议延期至 2029 年。协议同时确认 2020 年全年免税租金收入 2.96 亿元, 2021 年为 1.23 亿元。待国际客流恢复, 免税销售额恢复增长, 公司业绩弹性仍在。同时, 进境店 42%的高扣点率将延长 2 年至 2029 年, 可避免续签协议产生的提成比例下降风险。
- 业绩恢复可期, 免税渠道价值将凸显。**近期国际线政策不断优化, 国际客班熔断政策放宽, 多条国际航线复航, 预计 2022 年底国际线增班趋势将延续。未来待国际客流恢复, 公司免税租金收入将随之增长。市场或担心免税扣点率降低, 我们认为较低扣点率将激发免税商的经营积极性, 机场更有望分享免税行业增长红利。公司流量增长确定性强, 2025 年三期扩建工程有望投产, 且作为枢纽机场天然拥有高品质客源, 免税渠道价值仍将凸显。

## 投资建议

- 考虑 H2 疫情影响持续, 下调公司 2022 年净利预测至-5.9 亿元 (原-5.1 亿元), 维持 2023-24 年净利预测 3.5 亿元/12.3 亿元。维持“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。

## 相关报告

- 《产能空间充裕, 静待需求恢复-白云机场深度报告》, 2022.7.31

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

# 附录：三张报表预测摘要

## 损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	7,870	5,225	5,180	5,388	7,297	9,210
增长率		-33.6%	-0.8%	4.0%	35.4%	26.2%
主营业务成本	-5,972	-5,285	-5,228	-5,647	-6,159	-6,787
%销售收入	75.9%	101.2%	100.9%	104.8%	84.4%	73.7%
毛利	1,898	-60	-47	-259	1,138	2,422
%销售收入	24.1%	n.a	n.a	n.a	15.6%	26.3%
营业税金及附加	-163	-87	-89	-92	-124	-157
%销售收入	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
销售费用	-12	-69	-76	-81	-102	-120
%销售收入	0.2%	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%
管理费用	-461	-364	-341	-356	-456	-543
%销售收入	5.9%	7.0%	6.6%	6.6%	6.3%	5.9%
研发费用	-28	-33	-40	-38	-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	-824	412	1,557
%销售收入	15.7%	n.a	n.a	n.a	5.6%	16.9%
财务费用	-55	115	-92	-97	-83	-73
%销售收入	0.7%	-2.2%	1.8%	1.8%	1.1%	0.8%
资产减值损失	19	-19	-35	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	49	226	117	100	110	121
%税前利润	3.7%	-152.0%	-22.0%	-13.1%	21.9%	7.2%
营业利润	1,316	-175	-541	-762	503	1,671
营业利润率	16.7%	n.a	n.a	n.a	6.9%	18.1%
营业外收支	12	26	12	0	0	0
税前利润	1,327	-148	-530	-762	503	1,671
利润率	16.9%	n.a	n.a	n.a	6.9%	18.1%
所得税	-271	-84	145	190	-126	-418
所得税率	20.4%	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%
净利润	1,057	-232	-385	-571	377	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	-593	354	1,230
净利率	12.7%	n.a	n.a	n.a	4.9%	13.4%

## 现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,057	-232	-385	-571	377	1,253
少数股东损益	57	18	20	21	23	24
非现金支出	1,579	1,668	1,977	1,969	1,980	2,084
非经营收益	-29	-145	-204	-130	24	13
营运资金变动	406	-1,326	-542	676	391	897
经营活动现金净流	3,013	-35	845	1,944	2,772	4,247
资本开支	-1,062	-1,351	-1,246	-1,169	-1,142	-4,157
投资	-9	170	0	-458	0	0
其他	12	28	19	100	110	121
投资活动现金净流	-1,059	-1,154	-1,228	-1,527	-1,032	-4,036
股权募资	0	3,200	78	0	0	0
债权募资	-2,570	-580	-20	430	-552	509
其他	-430	-346	-427	-135	-241	-503
筹资活动现金净流	-3,000	2,273	-369	295	-793	6
现金净流量	-1,044	1,085	-752	713	947	217

## 资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,231	2,325	1,573	2,175	3,012	3,118
应收款项	995	1,168	1,308	1,288	1,394	1,317
存货	66	63	68	71	71	72
其他流动资产	239	355	414	420	417	414
流动资产	2,531	3,911	3,363	3,953	4,894	4,922
%总资产	10.1%	14.9%	12.2%	14.3%	17.6%	16.4%
长期投资	453	629	688	746	746	746
固定资产	21,043	20,844	20,087	19,570	19,021	21,354
%总资产	84.1%	79.3%	72.9%	70.8%	68.2%	71.0%
无形资产	503	441	385	360	342	330
非流动资产	22,476	22,387	24,182	23,704	22,976	25,170
%总资产	89.9%	85.1%	87.8%	85.7%	82.4%	83.6%
资产总计	25,007	26,298	27,545	27,657	27,870	30,091
短期借款	0	20	293	852	300	809
应付款项	6,537	5,882	5,470	5,732	6,159	6,648
其他流动负债	500	316	301	305	372	701
流动负债	7,037	6,218	6,065	6,888	6,831	8,158
长期贷款	600	0	0	0	0	0
其他长期负债	901	617	2,879	2,739	2,738	2,748
负债	8,539	6,835	8,944	9,627	9,569	10,906
普通股股东权益	16,289	19,261	18,313	17,721	17,969	18,829
其中：股本	2,069	2,367	2,367	2,367	2,367	2,367
未分配利润	6,576	6,022	5,085	4,492	4,740	5,601
少数股东权益	180	202	288	309	332	355
负债股东权益合计	25,007	26,298	27,545	27,657	27,870	30,091

## 比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.483	-0.106	-0.171	-0.250	0.150	0.520
每股净资产	7.872	8.138	7.738	7.487	7.592	7.956
每股经营现金净流	1.456	-0.015	0.357	0.821	1.171	1.794
每股股利	0.145	0.042	0.000	0.000	0.045	0.156
回报率						
净资产收益率	6.14%	-1.30%	-2.22%	-3.34%	1.97%	6.53%
总资产收益率	4.00%	-0.95%	-1.47%	-2.14%	1.27%	4.09%
投入资本收益率	5.74%	-4.91%	-2.28%	-3.27%	1.66%	5.83%
增长率						
主营业务收入增长率	1.59%	-33.61%	-0.85%	4.01%	35.43%	26.22%
EBIT增长率	-24.34%	-149.71%	-3.29%	39.07%	-150.00%	277.67%
净利润增长率	-11.45%	-125.03%	N/A	N/A	N/A	246.95%
总资产增长率	-7.60%	5.16%	4.74%	0.41%	0.77%	7.97%
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	1,248.7	890.0	797.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.83%	-11.84%	-6.88%	-7.34%	-14.82%	-12.04%
EBIT利息保障倍数	22.6	5.3	-6.5	-8.5	5.0	21.4
资产负债率	34.14%	25.99%	32.47%	34.81%	34.34%	36.24%

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	1	5	14	23	37
增持	0	2	4	11	3
中性	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.29	1.22	1.37	1.21

来源：聚源数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-31	买入	12.95	15.00 ~ 15.00

来源：国金证券研究所

**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