

白云机场 (600004. SH)

客流显著增长，上半年恢复盈利

买入

核心观点

白云机场披露 2023 年中报。2023 年上半年公司营业收入 28.9 亿，同比增长 42.2%，实现归母净利润 1.58 亿，同比扭亏，其中二季度营业收入 15.3 亿，同比增长 93.0%，实现归母净利润 1.13 亿，同比扭亏。

客流迅速恢复，营收逐步改善。2023 年上半年民航需求持续复苏。白云机场是粤港澳大湾区核心空港之一，客流增长迅速。上半年白云机场航班起降架次 21.56 万，同比增长 62.9%，旅客吞吐量 2894 万人次，同比增长 134.6%，其中二季度国际及地区线旅客量分别达到 179.8、13.0 万人次，恢复至 2019 年同期的 41.1%、57.9%。受益于客流复苏，公司航空主业及非航业务收入均显著恢复，营业收入同比大幅改善。

成本端继续保持节约，费用稳定，业绩落于业绩中值。上半年公司继续深入推进降本工作，持续不断加强成本管控，在营业收入保持增长的同时，在 2020-2022 年营业成本连续三年降低的基础上继续延续下降趋势，上半年营业成本 23.3 亿，同比下降 5.24%。公司销售费用因酒店业务扩展有所增加，管理费用保持稳定，研发费用有所提高，财务费用基本稳定，上半年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.14%、5.68%、1.01%、1.94%，同比分别+0.02pct、-2.28pct、+0.41pct、-0.85pct。整体来看，公司业绩基本符合预期，业绩基本落于预告中值。

风险提示：免税销售不及预期，客流增长不及预期，大额资本开支。

投资建议：维持“买入”评级。

上半年公司客流快速恢复，但免税销售恢复速度稍慢于预期，我们认为当前机场免税业态或需要在免税品价格优势、高扣点、运营商合理利润率之间达成新平衡，但我们持续看好白云机场国际客流持续恢复，免税及有税商业持续变现的大方向。暂不修改盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 7.6 亿、18.3 亿、24.2 亿，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,180	3,971	7,350	9,702	11,001
(+/-%)	-0.8%	-23.3%	85.1%	32.0%	13.4%
净利润(百万元)	-406	-1071	764	1826	2419
(+/-%)	62.2%	163.9%	-171.3%	139.0%	32.5%
每股收益(元)	-0.17	-0.45	0.32	0.77	1.02
EBIT Margin	-11.4%	-37.7%	13.8%	25.3%	29.4%
净资产收益率 (ROE)	-2.2%	-6.2%	4.3%	9.4%	11.4%
市盈率 (PE)	-68.9	-26.1	36.6	15.3	11.6
EV/EBITDA	34.7	15751.2	14.7	9.4	7.8
市净率 (PB)	1.53	1.63	1.56	1.45	1.31

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

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

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

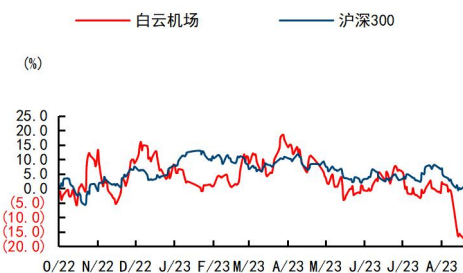
S0980521010004

S0980521030003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	11.81 元
总市值/流通市值	27951/27951 百万元
52 周最高价/最低价	17.02/11.51 元
近 3 个月日均成交额	257.07 百万元

市场走势



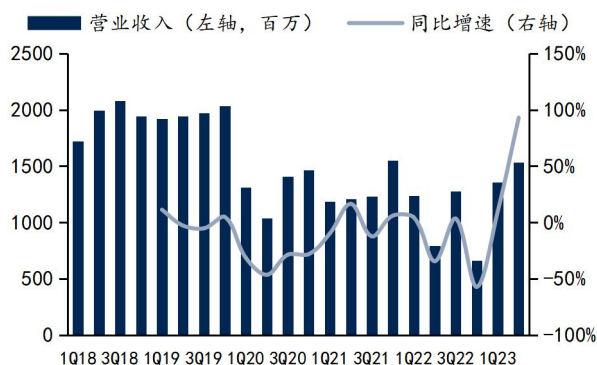
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《白云机场 (600004. SH) - 新广告协议更加稳健，枢纽机场议价能力不改》——2023-05-14
- 《白云机场 (600004. SH) - 客流低迷导致 22 年亏损扩大，民航复苏拉动 1Q23 恢复盈利》——2023-04-19
- 《白云机场 (600004. SH) ——2022 年三季报点评-疫情压力下亏损可控，看好国际线复苏后业绩空间》——2022-10-29
- 《白云机场 (600004. SH) - 免税补充协议落地，提成不变稳定长期空间》——2022-06-25
- 《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

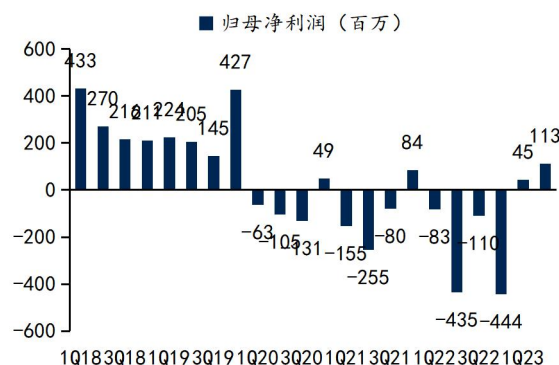
白云机场披露 2023 年中报。2023 年上半年公司营业收入 28.9 亿，同比增长 42.2%，实现归母净利润 1.58 亿，同比扭亏，其中二季度营业收入 15.3 亿，同比增长 93.0%，实现归母净利润 1.13 亿，同比扭亏。

图1：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2：白云机场单季归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

客流迅速恢复，营收逐步改善。2023 年上半年民航需求持续复苏。白云机场是粤港澳大湾区核心空港之一，客流增长迅速。上半年白云机场航班起降架次 21.56 万，同比增长 62.9%，旅客吞吐量 2894 万人次，同比增长 134.6%，其中二季度国际及地区线旅客量分别达到 179.8、13.0 万人次，恢复至 2019 年同期的 41.1%、57.9%。受益于客流复苏，公司航空主业及非航业务收入均显著恢复，营业收入同比大幅改善。

表1：白云机场业务量及和 19 年同期数据对比

白云机场	起降架次 (万)	国内线	国际线	地区线	旅客吞吐量 (万)	国内线	国际线	地区线
1Q23	10.52	9.47	1.00	0.05	1369.2	1285.4	79.8	3.9
恢复至 19 年的	86.7%	104.8%	33.4%	46.3%	75.4%	95.2%	17.9%	19.9%
2Q23	11.04	9.33	1.60	0.12	1524.5	1331.7	179.8	13.0
恢复至 19 年的	92.6%	105.4%	54.1%	96.6%	87.1%	103.0%	41.1%	57.9%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

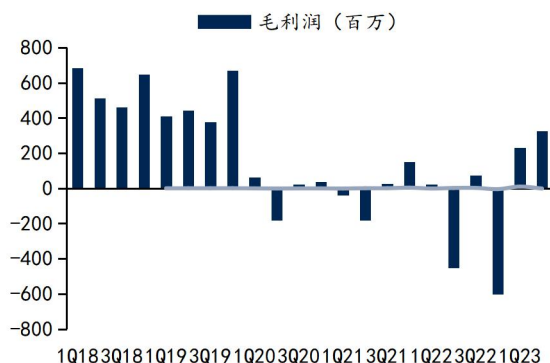
成本端继续保持节约，费用稳定，业绩落于业绩中值。上半年公司继续深入推进降本工作，持续不断加强成本管控，在营业收入保持增长的同时，在 2020-2022 年营业成本连续三年降低的基础上继续延续下降趋势，上半年营业成本 23.3 亿，同比下降 5.24%。公司销售费用因酒店业务扩展有所增加，管理费用保持稳定，研发费用有所提高，财务费用基本稳定，上半年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.14%、5.68%、1.01%、1.94%，同比分别+0.02pct、-2.28pct、+0.41pct、-0.85pct。整体来看，公司业绩基本符合预期，业绩基本落于预告中值。

图3: 白云机场单季营业成本及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 白云机场单季毛利润



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

上半年公司客流快速恢复，但免税销售恢复速度稍慢于预期，我们认为当前机场免税业态或需要在免税品价格优势、高扣点、运营商合理利润率之间达成新平衡，但我们持续看好白云机场国际客流持续恢复，免税及有税商业持续变现的大方向。暂不修改盈利预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为7.6亿、18.3亿、24.2亿，维持“买入”评级。

风险提示

免税销售不及预期，客流增长不及预期，大额资本开支

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1573	2227	3350	6373	9560	营业收入	5180	3971	7350	9702	11001
应收款项	1308	946	906	1063	1206	营业成本	5228	4929	5633	6389	6870
存货净额	68	60	47	54	59	营业税金及附加	89	100	92	100	110
其他流动资产	414	250	294	388	440	销售费用	76	72	110	116	132
流动资产合计	3363	3484	4597	7879	11265	管理费用	341	319	454	596	618
固定资产	20087	19262	18175	17023	15828	研发费用	40	46	59	58	44
无形资产及其他	383	335	323	311	298	财务费用	92	112	121	91	42
投资性房地产	3167	3268	3268	3268	3268	投资收益	117	104	100	100	100
长期股权投资	545	591	641	691	741	资产减值及公允价值变动	0	(0)	(10)	(11)	(12)
资产总计	27545	26941	27004	29172	31400	其他收入	(14)	9	(5)	(5)	9
短期借款及交易性金融负债	293	249	300	300	200	营业利润	(541)	(1449)	1025	2494	3326
应付款项	789	875	524	474	518	营业外净收支	12	3	7	7	7
其他流动负债	4982	5792	5759	6776	7362	利润总额	(530)	(1446)	1032	2501	3333
流动负债合计	6065	6916	6583	7550	8079	所得税费用	(145)	(354)	258	625	833
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	20	(21)	10	50	80
其他长期负债	2879	2616	2316	2016	1716	归属于母公司净利润	(406)	(1071)	764	1826	2419
长期负债合计	2879	2616	2316	2016	1716	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	8944	9532	8899	9566	9795	净利润	(406)	(1071)	764	1826	2419
少数股东权益	288	218	227	267	331	资产减值准备	(3)	0	(0)	(0)	(0)
股东权益	18313	17191	17878	19339	21274	折旧摊销	1656	1498	1490	1555	1596
负债和股东权益总计	27545	26941	27004	29172	31400	公允价值变动损失	0	0	10	11	12
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	92	112	121	91	42
每股收益	(0.17)	(0.45)	0.32	0.77	1.02	营运资本变动	(891)	1065	(674)	408	130
每股红利	0.04	0.02	0.03	0.15	0.20	其它	29	(22)	9	40	64
每股净资产	7.74	7.26	7.55	8.17	8.99	经营活动现金流	385	1470	1599	3840	4221
ROIC	-2.43%	-6.60%	4%	11%	17%	资本开支	0	(612)	(401)	(401)	(401)
ROE	-2.22%	-6.23%	4%	9%	11%	其它投资现金流	0	(0)	0	0	0
毛利率	-1%	-24%	23%	34%	38%	投资活动现金流	(88)	(658)	(451)	(451)	(451)
EBIT Margin	-11%	-38%	14%	25%	29%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	0%	34%	41%	44%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-1%	-23%	85%	32%	13%	支付股利、利息	(106)	(47)	(76)	(365)	(484)
净利润增长率	62%	164%	-171%	139%	33%	其它融资现金流	(837)	(65)	51	0	(100)
资产负债率	34%	36%	34%	34%	32%	融资活动现金流	(1049)	(158)	(25)	(365)	(584)
股息率	0.4%	0.2%	0.3%	1.3%	1.7%	现金净变动	(752)	654	1123	3024	3186
P/E	(68.9)	(26.1)	36.6	15.3	11.6	货币资金的期初余额	2325	1573	2227	3350	6373
P/B	1.5	1.6	1.6	1.4	1.3	货币资金的期末余额	1573	2227	3350	6373	9560
EV/EBITDA	34.7	15751.2	14.7	9.4	7.8	企业自由现金流	0	821	1177	3404	3755
						权益自由现金流	0	756	1250	3448	3736

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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