

2023 年 Q1-Q3 业务量回升叠加降本创效扭亏为盈，静待国际客流进一步释放

——白云机场 2023 年三季度报点评

白云机场 (600004.SH)

推荐 (维持评级)

分析师

宁修齐

☎: 010-80927668

✉: ningxiuqi_yj@chinastock.com.cn

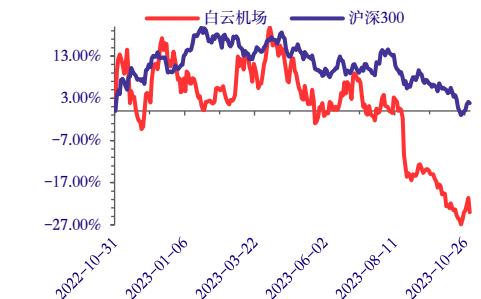
分析师登记编码: S0130522090001

市场数据

2023-11-1

股票代码	600004.SH
A 股收盘价(元)	10.59
上证指数	3,023.08
总股本/实际流通 A 股(百万股)	2,366.72/2,366.72
流通 A 股市值(亿元)	250.64

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

核心观点:

- **事件:** 经营数据方面, 2023 年 Q1-Q3, 公司分别完成国内/国际(及地区)航班起降 28.93 万架次/4.86 万架次, 为 2019 年同期的 106.29%/51.92%; 分别完成国内/国际(及地区)旅客吞吐量 4088.37 万人次/541.87 万人次, 为 2019 年同期的 101.03%/38.58%; 完成货邮吞吐量 143.98 万吨, 为 2019 年同期的 103.69%。

财务数据方面, 2023 年 Q1-Q3, 公司实现营业收入 46.07 亿元, 同比+39.29%, 为 2019 年同期(58.33 亿元)的 78.98%; 实现归母净利润 2.74 亿元, 同比+143.70%, 为 2019 年同期(5.73 亿元)的 47.8%; 实现扣非后归母净利润 2.49 亿元, 同比+138.04%, 为 2019 年同期(5.22 亿元)的 47.7%。

- **2023 年 Q1-Q3, 疫后国内客流大幅增长, 拉动公司收入端恢复, 前三季度营收恢复至 2019 年同期的 78.98%。未来伴随国际客流加速修复, 公司收入端仍有进一步提升潜力。** 收入端来看, 2023 年 Q1-Q3, 公司的营业收入 46.07 亿元中, Q1/Q2/Q3 单季度营业收入分别为 13.59 亿元/15.31 亿元/17.17 亿元。年内公司营收显著提升, 主要系年初进入“乙类乙管”以来行业需求强劲释放, 拉动公司业务量大幅增长。考虑到公司的国际客流量仍有较大恢复空间, 未来公司收入端有进一步提升的潜力。
- **2023 年 Q1-Q3, 公司降本创效成果显现, 营业成本较 2019 年同期下降显著, 前三季度毛利率为 20.28%。** 成本端来看, 2023 年 Q1-Q3, 公司实现营业成本 36.73 亿元, 同比+0.25%, 为 2019 年同期(46.04 亿元)的 79.78%; 毛利率为 20.28%, 同比+31.06pct, 较 2019 年同期(21.07%)基本实现持平。其中, 2023 年 Q1/Q2/Q3 单季度, 公司营业成本分别为 11.29 亿元/12.04 亿元/13.4 亿元。公司成本端增长有限, 且较 2019 年同期出现下降, 主要系公司发力成本控制效果显现, 人工成本等压缩明显。
- **费用端来看, 2023 年 Q1-Q3, 公司销售费用(0.96 亿元)、管理费用(2.78 亿元)、研发费用(0.54 亿元)、财务费用(0.85 亿元)费用率分别为 2.08%、6.03%、1.17%、1.85%, 同比分别-0.1pct、-2.1pct、+0.57pct、-0.45pct。公司营收增长叠加降本创效, 期间费用率较前有所降低。公司研发费用升高, 主要系持续投入数字化手段建设所致。**
- **公司三期扩建工程如期推进, 东四&西四指廊将于年底完工。** 2020 年 9 月, 公司的三期扩建工程(第四&第五跑道、T3 航站楼、T2 航站楼东四&西四指廊)正式开工。2023 年底, 东四&西四指廊将完工, T1、T2 航站楼将联通为第一航站区, 预计 2024 年初投产。跑道及 T3 航站楼或将在 2025 年前陆续如期完工, 预计 2026 年初投产。

2023 年内, 白云机场的高峰小时起降架次容量已扩至“81+2”架次, 未来伴随三期工程投产, 叠加疫后业务量加速回升, 公司产能上限仍有进一步提升空间。

- **2023 年内 T1 出境免税到期，后续谈判及招标情况有待进一步关注。免税板块继续期待国际客流量修复回升。**2017 年，公司与中国中免签订了 T1&T2 航站楼的进、出境免税店合作协议。2022 年 6 月，公司与中免的补充协议规定：1) 月保底销售额在原有基数基础上，按照客流调节系数、开业面积调节系数进行调节，2) 若上年度国际客流高于 2019 年(疫情前)国际客流的 80%，则继续执行原有合同的保底额递增条款，反之不进行递增，3) 原有合同期限延长至 2029 年 4 月。补充协议的结果，体现了公司与免税运营商风险共担的意味，保证了运营商的积极性。

2023 年 5 月，公司与中免的 T1 出境免税协议已到期。目前新一轮谈判及招标进展有待进一步关注。

- **投资建议：**基于公司实际运营数据表现与此前预期的差距，我们调整此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.21 元/0.48 元/0.84 元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 74.85X/33.57X/19.05X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**国际客流需求回升不及预期的风险；航线开辟不及预期的风险；三期扩建工程建设进度不及预期的风险。

表1: 主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	39.71	68.0	87.85	109.00
收入增长率 (%)	-23.34	71.25	29.18	24.08
归母净利润 (亿元)	-10.71	5.06	11.28	19.88
利润增速 (%)	-163.94	147.23	122.99	76.23
毛利率 (%)	-24.12	20.00	27.50	35.00
摊薄 EPS (元)	-0.45	0.21	0.48	0.84
PE	-65.44	74.85	33.57	19.05
PB	2.18	2.11	2.02	1.87
PS	7.31	5.57	4.31	3.47

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (亿元)					利润表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	34.84	47.35	62.97	75.53	营业收入	39.71	68.0	87.85	109.0
现金	22.27	30.55	41.27	48.60	营业成本	49.29	54.40	63.69	70.85
应收账款	9.02	12.24	15.81	19.62	营业税金及附加	1.00	1.36	1.76	2.18
其它应收款	0.5	0.34	0.44	0.55	营业费用	0.72	1.02	1.32	1.64
存货	0.6	0.68	0.88	1.09	管理费用	3.19	4.76	6.15	7.63
其他	2.34	3.40	4.39	5.45	财务费用	1.12	1.10	1.02	0.94
非流动资产	234.56	225.45	218.48	213.59	资产减值损失	0	0	0	0
长期投资	26.5	26.5	26.5	26.5	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	186.51	178.47	172.14	167.49	投资净收益	1.04	1.45	1.45	1.45
无形资产	3.35	3.08	2.86	2.69	营业利润	-14.46	7.01	15.62	27.53
其他	18.2	17.40	16.98	16.92	营业外收入	0	0	0	0
资产总计	269.40	272.80	281.44	289.12	营业外支出	0	0	0	0
流动负债	69.16	68.82	70.41	64.42	利润总额	-14.46	7.01	15.62	27.53
短期借款	0	0	0	0	所得税	-3.54	1.68	3.75	6.61
应付账款	8.75	7.62	8.92	9.92	净利润	-10.92	5.33	11.87	20.93
其他	60.41	61.2	61.5	54.5	少数股东损益	-0.21	0.27	0.59	1.05
非流动负债	26.16	24.57	23.13	21.84	归属母公司净利润	-10.71	5.06	11.28	19.88
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4.40	20.74	28.58	39.88
其他	5.27	5.27	5.27	5.27	EPS (元)	-0.45	0.21	0.48	0.84
负债合计	95.32	93.39	93.55	86.26					
少数股东权益	2.18	2.45	3.04	4.09	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东权益	171.91	176.97	184.87	198.78	营业收入	-23.34%	71.25%	29.18%	24.08%
负债和股东权益	269.40	272.80	281.44	289.12	归属母公司净利润	-163.94%	147.23%	122.99%	76.23%
					毛利率	-24.12%	20.00%	27.50%	35.00%
					净利率	-27.50%	7.83%	13.52%	19.20%
					ROE	-6.27%	2.97%	6.32%	10.32%
					资产负债率	35.38%	34.23%	33.24%	29.84%
					流动比率	0.50	0.69	0.89	1.17
					速动比率	0.50	0.68	0.88	1.16
					总资产周转率	0.15	0.25	0.31	0.38
					应收帐款周转率	4.40	5.56	5.56	5.56
					应付帐款周转率	5.63	7.14	7.14	7.14
					每股收益	-0.45	0.21	0.48	0.84
					每股经营现金	0.37	0.61	0.91	0.93
					每股净资产	7.36	7.58	7.94	8.57
					P/E	-65.44	74.85	33.57	19.05
					P/B	2.18	2.11	2.02	1.87
					P/S	7.31	5.57	4.31	3.47

现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8.69	14.49	21.52	22.05
净利润	-10.92	5.33	11.87	20.93
折旧摊销	18.75	14.28	13.65	13.17
财务费用	1.12	1.10	1.02	0.94
投资损失	-1.04	-1.45	-1.45	-1.45
营运资金变动	13.84	-4.57	-3.31	-11.22
其它	-13.06	-0.20	-0.26	-0.33
投资活动现金流	-8.08	-3.52	-4.97	-6.51
资本支出	-8.23	-5.17	-6.68	-8.28
长期投资	0	0	0	0
其他	0.15	1.65	1.71	1.77
筹资活动现金流	5.98	-2.69	-5.84	-8.20
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	5.98	-2.69	-5.84	-8.20
现金净增加额	6.59	8.28	10.72	7.34

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁修齐，交通运输行业分析师。芝加哥大学金融政策硕士，中国人民大学金融学学士，2019年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。