

公司研究/中报点评

2020年08月30日

交通运输/机场 II

投资评级：增持（维持评级）

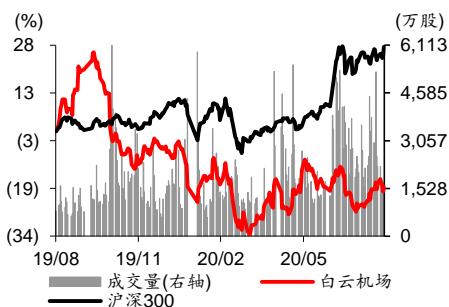
当前价格(元): 15.19
目标价格(元): 17.12

沈晓峰 SAC No. S0570516110001
研究员 SFC No. BCG366
021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com
黄凡洋 SAC No. S0570519090001
研究员 +86 21 28972065
huangfanyang@htsc.com

相关研究

- 1《白云机场(600004 SH,增持): 疫情影响难逃, 一季度小幅亏损》2020.04
- 2《白云机场(600004 SH,增持): 受成本增长拖累, 业绩低于预期》2019.10
- 3《白云机场(600004 SH,增持): 非航进入快速发展期, 上调评级》2019.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

国际线拖累，二季度亏损小幅扩大 白云机场(600004)

归母净利润小幅低于预期，国内线快速修复；维持“增持”

白云机场 2020 年上半年营业收入 23.54 亿, 同降 39.0%, 归母净利润-1.68 亿, 去年同期为 4.28 亿, 归母净利润低于我们此前-1.1 亿的预期; 其中二季度营业收入 10.39 亿, 同降 46.5%, 归母净亏损 1.05 亿, 一季度为净亏损 0.63 亿。国际疫情对公司国际线及其非航业务产生拖累, 我们下调 2020E/21E/22E 归母净利润至-0.6/4.3/9.2 亿。但我们仍然看好公司大湾区门户枢纽地位, 盈利能力将持续提升, 新冠疫情对公司长期价值拖累有限, 更新目标价至 17.12 元, 维持“增持”评级。

二季度流量环比下滑 14%，国内线环比回升

由于整个二季度均受到疫情影响, 并且“五个一”政策限制国际线流量, 公司二季度飞机起降架次和旅客吞吐量分别环比一季度下滑 1.2% 和 13.8%, 同比降幅为-39.3%和-58.7%。分区域看, 二季度国际线吞吐量仅完成 9.5 万人次, 同降 97.8%, 国际疫情依然较为不确定, 我们预计公司国际线吞吐量缓慢复苏。但国内疫情逐步得到控制, 国内线二季度吞吐量达到 714 万人次, 相比一季度提升 12.6%, 同降 44.8%, 并且近期反弹趋势明显, 7 月同比降幅已缩窄至-13.1%, 我们预计国内线将成为近期流量恢复主要动力。

二季度营收环比下滑 21%，非航业务保持一定韧性

二季度公司营收仅 10.39 亿, 环比一季度下滑 21%, 降幅高于流量降幅, 或由于大幅下滑的国际线流量收费标准更高, 且拖累免税等非航业务。2020 年上半年, 公司新增对广州新免应收账款 2.16 亿, 或仍暂按保底租金记账, 并且广告业务收入同增 0.3 亿, 非航业务存在一定韧性。

营业成本较为刚性，拉低盈利

机场折旧、人工等固定或半可变成成本压力较大, 虽然二季度公司营收环比下滑, 但仍录得营业成本 12.2 亿, 环比一季度仅下降 2%, 使得公司毛利率率下降至-17.6%。不过据 7 月 17 日公告, 母公司将减免白云机场 2020 年 0.46 亿土地租金, 或将部分缓解公司今年成本压力; 同时公司公告在定增募资 32 亿完成后, 将 2021-23 年分红比例提高至 40%, 保障投资者利益。

下调盈利预测，调整目标价至 17.12 元，维持“增持”评级

由于国际疫情仍存在不确定性, 并将对非航业务产生拖累, 我们将 2020E 预测从归母净利润 2.4 亿下调至归母净亏损 0.6 亿, 并下调 21E/22E 归母净利润预测值 68%/47%至人民币 4.3/9.2 亿; 但白云机场作为国际枢纽, 长期航线结构将逐步优化, 提升国际线比例, 推动非航业务发展, 公司盈利能力将持续改善。等待疫情解除, 疫情对于公司价值拖累有限, 基于自由现金流折现法 (WACC 为 10.4%, 前值 11.0%), 给予目标价 17.12 元 (前值 16.46-17.00); 维持“增持”评级。

风险提示: 经济增速放缓、免税销售不及预期、新冠疫情持续时间和影响超预期、高峰时刻增长不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,069
流通 A 股 (百万股)	2,069
52 周内股价区间 (元)	12.45-23.50
总市值 (百万元)	31,433
总资产 (百万元)	25,576
每股净资产 (元)	7.95

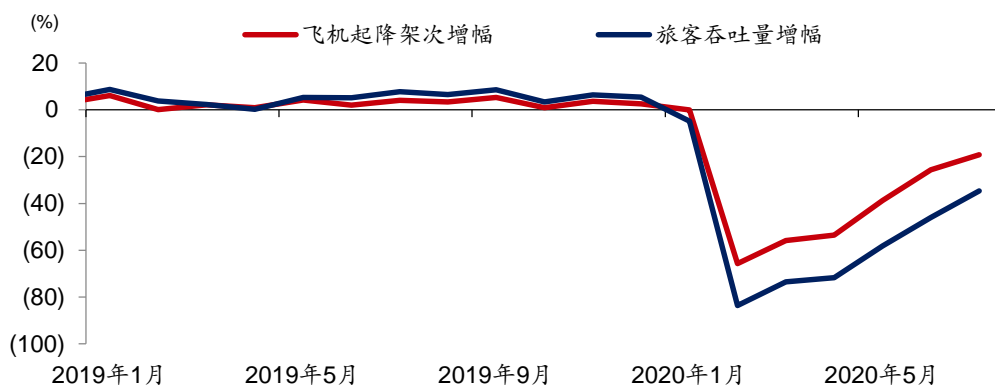
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,747	7,870	5,386	7,453	8,263
+/-%	14.57	1.59	(31.56)	38.38	10.87
归属母公司净利润 (百万元)	1,129	999.86	(61.11)	432.40	915.17
+/-%	(29.24)	(11.45)	(106.11)	(807.55)	111.65
EPS (元, 最新摊薄)	0.55	0.48	(0.03)	0.21	0.44
PE (倍)	27.84	31.44	(514.35)	72.70	34.35

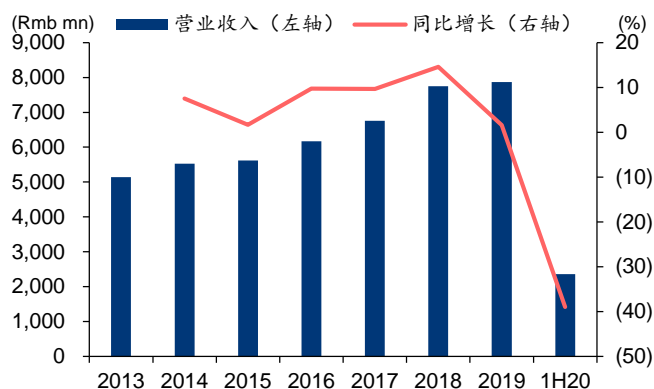
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 白云机场月起降架次和旅客吞吐量增幅变化 (2019年1月-2020年7月)



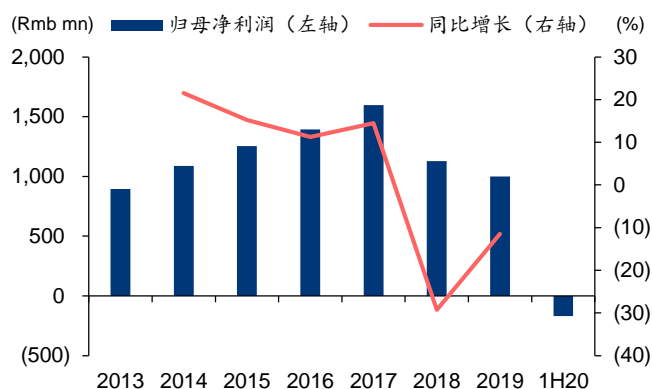
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 白云机场营业收入及其增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 白云机场归母净利润及其增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: DCF 估值区间假设

目标价	17.12
无风险收益率	3.1%
Beta 系数	1.10 (前值 1.20)
风险溢价	7.0%
目标债务水平	5%
加权平均资本成本(WACC)	10.4% (前值 11.0%)
永续增长率	2.0% (前值 2.0%)

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

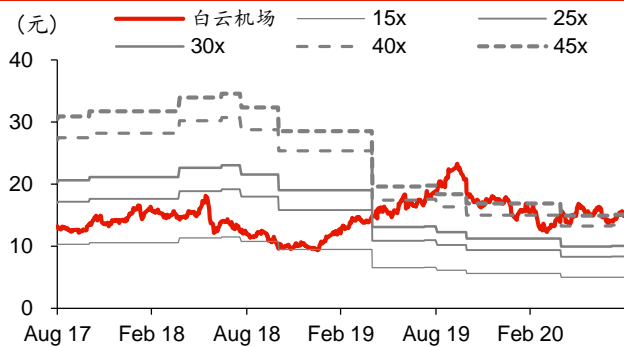
图表5: 核心假设变动情况汇总

		2020E	2021E	2021E	说明
飞机起降架次 (千次)	原预测	378	535	557	我们预计国际疫情恢复低于此前预期, 缓解仍不确定, 调低飞机起降架次。
	新预测	368	491	511	
	(+/-%)	-2.6	-8.3	-8.3	
旅客吞吐量 (百万人次)	原预测	51	85	90	我们预计国际疫情恢复低于此前预期, 缓解仍不确定, 调低旅客吞吐量。
	新预测	45	70	75	
	(+/-%)	-11.4	-18.1	-16.6	
主营业务收入 (人民币 百万)	原预测	5,698	9,108	9,787	
	新预测	5,386	7,453	8,263	
	(+/-%)	-5.5	-18.2	-15.6	
主营业务成本 (人民币 百万)	原预测	4,930	6,510	6,761	
	新预测	4,994	5,976	6,096	
	(+/-%)	1.3	-8.2	-9.8	
净利润 (人民币 百万)	原预测	237	1,333	1,717	
	新预测	-61	432	915	
	(+/-%)	n.a	-67.6	-46.7	
每股盈利 (人民币)	原预测	0.11	0.64	0.83	
	新预测	-0.03	0.21	0.44	
	(+/-%)	n.a.	-67.6	-46.7	

资料来源: 华泰证券研究所

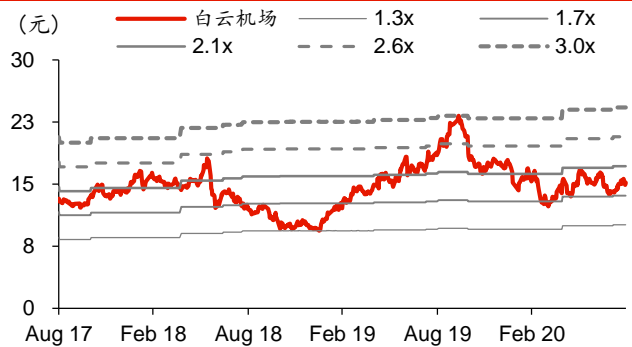
PE/PB - Bands

图表6: 白云机场历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 白云机场历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,789	2,531	1,926	5,124	5,297
现金	2,284	1,231	813.90	3,672	3,712
应收账款	1,168	953.02	652.20	902.50	1,001
其他应收账款	62.12	41.67	177.86	246.11	272.86
预付账款	15.27	10.17	6.96	9.63	10.68
存货	61.34	65.99	46.37	64.29	72.28
其他流动资产	198.80	228.98	228.98	228.98	228.98
非流动资产	23,276	22,476	23,341	22,515	23,981
长期投资	220.32	263.35	402.74	414.62	428.88
固定投资	21,956	20,705	19,480	20,861	19,362
无形资产	550.14	498.82	488.84	479.07	469.48
其他非流动资产	549.13	1,009	2,970	760.40	3,721
资产总计	27,065	25,007	25,268	27,638	29,278
流动负债	9,772	7,037	4,663	6,558	7,360
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	418.55	727.26	497.70	688.71	763.54
其他流动负债	9,353	6,310	4,165	5,870	6,597
非流动负债	1,551	817.16	3,817	3,817	3,817
长期借款	650.00	600.00	3,600	3,600	3,600
其他非流动负债	900.62	217.16	216.75	216.75	216.75
负债合计	11,323	7,854	8,480	10,375	11,177
少数股东权益	126.59	179.74	176.27	200.82	252.76
股本	2,069	2,069	2,069	2,069	2,069
资本公积	6,677	6,677	6,677	6,677	6,677
留存公积	6,818	7,464	7,103	7,553	8,339
归属母公司股东权益	15,616	16,210	15,849	16,300	17,085
负债和股东权益	27,065	25,007	25,268	27,638	29,278

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	3,119	3,013	(636.91)	3,985	3,599
净利润	1,162	1,057	(64.58)	456.94	967.11
折旧摊销	1,323	1,422	1,563	1,663	1,672
财务费用	157.25	54.51	191.00	320.65	305.20
投资损失	(28.76)	(49.50)	(139.40)	(11.88)	(14.25)
营运资金变动	496.99	(2,529)	(2,187)	1,556	668.35
其他经营现金	8.65	3,058	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(1,808)	(482.67)	(2,289)	(824.41)	(3,124)
资本支出	1,816	482.67	2,289	824.41	3,124
长期投资	0.00	(49.50)	(139.40)	(11.88)	(14.25)
其他投资现金	7.99	49.50	139.40	11.88	14.25
筹资活动现金	(1,858)	(3,000)	2,509	(302.31)	(434.92)
短期借款	(1,400)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(300.00)	(50.00)	3,000	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(157.56)	(2,950)	(491.46)	(302.31)	(434.92)
现金净增加额	(545.97)	(469.54)	(417.05)	2,858	39.23

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,747	7,870	5,386	7,453	8,263
营业成本	5,442	5,972	4,994	5,976	6,096
营业税金及附加	128.31	163.35	106.43	147.27	163.28
营业费用	69.16	12.39	8.48	11.73	13.01
管理费用	446.39	488.93	334.60	463.02	513.33
财务费用	157.25	54.51	191.00	320.65	305.20
资产减值损失	(32.01)	(17.73)	(17.73)	(17.73)	(17.73)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	28.76	49.50	139.40	11.88	14.25
营业利润	1,528	1,316	(91.83)	563.30	1,204
营业外收入	12.61	14.59	12.96	12.96	12.96
营业外支出	2.40	2.94	2.26	2.26	2.26
利润总额	1,538	1,327	(81.13)	574.00	1,215
所得税	376.41	270.70	(16.55)	117.07	247.77
净利润	1,162	1,057	(64.58)	456.94	967.11
少数股东损益	32.76	56.75	(3.47)	24.54	51.94
归属母公司净利润	1,129	999.86	(61.11)	432.40	915.17
EBITDA	2,400	2,748	1,676	2,533	3,140
EPS (元, 基本)	0.55	0.48	(0.03)	0.21	0.44

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	14.57	1.59	(31.56)	38.38	10.87
营业利润	(29.41)	(13.90)	(106.98)	(713.44)	113.77
归属母公司净利润	(29.24)	(11.45)	(106.11)	(807.55)	111.65
获利能力 (%)					
毛利率	29.75	24.11	7.27	19.81	26.23
净利率	14.58	13.43	(1.20)	6.13	11.70
ROE	7.23	6.17	(0.39)	2.65	5.36
ROIC	8.81	0.44	4.09	6.65	7.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.84	31.41	33.56	37.54	38.18
净负债比率 (%)	10.33	7.03	39.28	32.55	30.35
流动比率	0.39	0.36	0.41	0.78	0.72
速动比率	0.38	0.35	0.40	0.77	0.71
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.30	0.21	0.28	0.29
应收账款周转率	7.30	7.42	6.71	9.59	8.68
应付账款周转率	15.78	10.42	8.15	10.07	8.39
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.48	(0.03)	0.21	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	1.46	(0.31)	1.93	1.74
每股净资产(最新摊薄)	7.55	7.87	7.70	7.91	8.29
估值比率					
PE (倍)	27.84	31.44	(514.35)	72.70	34.35
PB (倍)	2.01	1.93	1.97	1.92	1.83
EV_EBITDA (倍)	12.47	11.28	20.52	12.46	10.05

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、黄凡洋，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、黄凡洋本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com