

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

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 交通运输 · 航空机场

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：姜明	021-60933128	jiangming2@guosen.com.cn	执证编码：S0980521010004
证券分析师：曾凡喆	010-88005378	zengfanzhe@guosen.com.cn	执证编码：S0980521030003

事项：

白云机场本周陆续公布 T2 航站楼及 GTC、T1 航站楼的广告媒体经营项目合同结果，其中与北京沃捷传媒签订二号航站楼及 GTC 广告媒体项目合同，合同期限为“5+3”年，首年广告经营权转让费基价为 3.98 亿元；与迪岸双赢公司签署一号航站楼广告经营合同，合同期限为“32+X”月，首年广告发布费基价为 2.858 亿元。在基价的基础上，白云机场与北京沃捷、迪岸双赢约定在白云机场总客流波动超过一定幅度时动态调整广告经营权转让费金额，且基价随着时间推移逐步上调。

国信交运观点：

根据新广告合同，广告经营权转让费会随着实际客流波动而有所调整。根据合同中的计算公式，如按照合同首年白云机场旅客吞吐量恢复至 7000 万人次计算（2019 年为 7339 万人次，2023 年 4 月恢复至单月 512.9 万人次），白云机场在 T1 航站楼、T2 及 GTC 的广告经营权转让费分别为 3.144 亿元、4.378 亿元，相比前次合同基本保持稳定，且本次协议明确了在客流大幅波动的情况下广告经营权转让费的计算方式，避免了潜在纠纷的可能性。

本次合同的签订说明了尽管经历了不可抗力的扰动，枢纽机场的高净值旅客流量入口的地位及对广告经营承租方议价能力并未有明显改变。我们继续看好在民航持续复苏，国门进一步开放，客流持续回升趋势下的枢纽机场价值回归。考虑到广告租金预期并未有显著改变，因此暂不修改盈利预测，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：

客流恢复不及预期，免税销售不及预期，大额资本开支

评论：

◆ 白云机场公告 T2 航站楼及 GTC、T1 航站楼的广告媒体经营项目合同结果

白云机场本周陆续公布 T2 航站楼及 GTC、T1 航站楼的广告媒体经营项目合同结果，其中与北京沃捷传媒签订二号航站楼及 GTC 广告媒体项目合同，合同期限为“5+3”年，首年广告经营权转让费基价为 3.98 亿元；与迪岸双赢公司签署一号航站楼广告经营合同，合同期限为“32+X”月，首年广告发布费基价为 2.858 亿元。在基价的基础上，白云机场与北京沃捷、迪岸双赢约定在白云机场总客流波动超过一定幅度时动态调整广告经营权转让费金额，且基价随着时间推移逐步上调。

◆ 合同内容

广告业务运营商：

T1：迪岸双赢

T2 及 GTC：沃捷文化

合同期限：

T1：2023 年 5 月 1 日开始，合同期为“32+X”个月，其中“32 个月”为 2023 年 5 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日止，“X 个月”根据 T3 航站楼启用、T1 航站楼流程及装修改造情况确定。

T2 及 GTC：2023 年 5 月 13 日开始，合同期为“5+3”年，其中“5 年”为固定合同，“3 年”为可选续约合同。

首年广告经营权转让费基准价（不含税）：

T1：2.858 亿

T2 及 GTC：3.98 亿

转让费调整公式：

假设第 i 经营年度白云机场实际旅客吞吐量为 β_i 人次

（ $i=1, 2, \dots$ ），基准旅客吞吐量为 α 人次， $\alpha=5000$ 万

1. 合同期第一个经营年度白云机场实际旅客吞吐量 β_1 相比基准旅客吞吐量的变动幅度在 20%（含）以内，则实际广告经营权转让费为基准价。
2. 合同期第一个经营年度白云机场实际旅客吞吐量 β_1 相比基准旅客吞吐量的变动幅度在 20%以上，则实际广告经营权转让费将按照实际旅客吞吐量增幅超过 20%的部分的 50%进行等比例相应增加或按照减量幅度超过 20%的部分的 50%进行等比例相应的减少。
3. 合同期的后续年度，广告经营权转让费的基准价为上一年度实际发生的广告经营权转让费。
 - ①如后续年度相比前一年度白云机场实际吞吐量波动不超过 20%（含），则广告经营权转让费为 $1.06 \times$ 广告经营权转让费的基准价。
 - ②如后续年度相比前一年度白云机场实际吞吐量提高超过 20%，则实际广告经营权转让费将按照实际旅客吞吐量增幅超过 20%的部分的 50%进行等比例相应增加并额外乘以 1.06。
 - ③如后续年度相比前一年度白云机场实际吞吐量下降超过 20%，则实际广告经营权转让费将按照实际旅客吞吐量减量超过 20%的部分的 50%进行等比例相应减少。

◆ 国信交运观点

根据新广告合同，广告经营权转让费会随着实际客流波动而有所调整。根据合同中的计算公式，如按照合同首年白云机场旅客吞吐量恢复至 7000 万人次计算（2019 年为 7339 万人次，2023 年 4 月恢复至单月 512.9 万人次），白云机场在 T1 航站楼、T2 及 GTC 的广告经营权转让费分别为 3.144 亿元、4.378 亿元，相比前次合同基本保持稳定，且本次协议明确了在客流大幅波动的情况下广告经营权转让费的计算方式，避免了潜在纠纷的可能性。

表1: 前次广告招标合同结果

前次合同	合同概况	经营期各年基础租金	
T1	签约方: 迪岸双赢 合同公告日期 2018 年 8 月 1 日 合同期: 2018 年 7 月 1 日-2023 年 4 月 30 日	第一年	2.60 亿
		第二年	2.99 亿
		第三年	3.44 亿
		第四年	3.95 亿
		第五年	3.79 亿 (10 个月)
T2 及 GTC	签约方: 德高广告 合同公告日期 2017 年 5 月 25 日 合同期: 2018 年 2 月 1 日-2023 年 1 月 31 日	第一年	3.60 亿
		第二年	3.82 亿
		第三年	4.04 亿
		第四年	4.20 亿
		第五年	4.54 亿

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

本次合同的签订说明了尽管经历了不可抗力的扰动, 枢纽机场的高净值旅客流量入口的地位及对广告经营承租方议价能力并未有明显改变。我们继续看好在民航持续复苏, 国门进一步开放, 客流持续回升趋势下的枢纽机场价值回归。考虑到广告租金预期并未有显著改变, 因此暂不修改盈利预测, 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

客流恢复不及预期, 免税销售不及预期, 大额资本开支

相关研究报告:

- 《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-600004-2021 年三季报点评: 收入企稳成本节约, 业绩超出预期》 —— 2021-11-01

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		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)					
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						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	0.3%	0.1%	0.2%	1.1%	1.4%	现金净变动	(752)	654	1123	3024	3186
P/E	(83.4)	(31.6)	44.3	18.5	14.0	货币资金的期初余额	2325	1573	2227	3350	6373
P/B	1.8	2.0	1.9	1.8	1.6	货币资金的期末余额	1573	2227	3350	6373	9560
EV/EBITDA	40.3	18237.6	17.1	10.8	9.0	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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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提及的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