

白云机场(600004)

报告日期: 2023年05月11日

T1&T2 广告合同首年保底额明显增长, 彰显强议价能力

——白云机场公告点评

投资要点

- 白云机场、迪岸公司签署 T1 航站楼规划范围内广告媒体资源经营项目合同**
 2023年5月11日, 白云机场与迪岸公司签订 T1 航站楼广告媒体经营合同。迪岸公司有偿使用白云机场 T1 航站楼规划范围内广告媒体, 迪岸公司向广告公司支付广告发布费, 第一经营年度广告发布费基准价(含税)为: 人民币 2.858 亿元。广告媒体经营期限为 32+X 个月, 其中“32 个月”为自 2023.5 至 2025.12, “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。
- 广告特许经营费计算规则**
 考虑首年(2023.5-2024.5)旅客量恢复具有一定不确定性, 特许费基准在 2.858 亿元基础上, 将按照实际旅客吞吐量增幅而调整。后续经营年份, 将基于上一年度实际广告特许经营费进行浮动。(具体对应规则见图 1)
 - 第 1 经营年度(2023.5.13-2024.5.12):** 以旅客量 5000 万人次为基准, 若 $-20\% \leq \Delta \leq 20\%$ (即 4000-6000 万人次), 则广告经营权转让费基准价(不含税)为 2.858 亿元; 若 $\Delta > 20\%$ (即 >6000 万人次), 则转让费基准价 $= 2.858 * [1 + 50% * (\alpha - 20\%)]$; 若 $\Delta < -20\%$ (即 <4000 万人次), 则转让费基准价 $= 2.858 * [1 + 50% * (\Delta + 20\%)]$ 。
 - 第 2-5 经营年度:** 若旅客吞吐量同比变动幅度在 20% 内, 则广告费 = 上一年度广告费 * (1+6%)。若增幅超过 20%, 则机场方取得超额收入; 若降幅超过 20%, 则机场方给予部分广告费减免。
- 新旧合同比较: 新合同保底金额较旧合同明显增长**
新合同经营权范围小于旧合同, 故保底额口径为不可比。 本次招商仅涵盖 T1 航站楼国内区域媒体资源, 剩余资源待公开招标。根据招标公告, 本次招商项目仅包括 T1 航站楼国内区域 376 个广告媒体资源, 不包括东一、东二指廊区域广告媒体以及安检区域 LED 媒体, 相关区域改造完成后将启动招商。
机场在广告业务上一般收取保底的模式基本未变。 从表观来看, 旧合同租金计算模式为“保底+销售额超额提成”, 而新合同取消了超额提成条款, 变更为旅客量高增奖励; 但从过往实际履约来看, 机场广告费实际收入与合同约定保底金额基本接近。因此, 我们认为新旧合同计算模式变动影响有限。
我们预计同口径下新合同保底额大幅增长, 显现机场强势议价能力。 1) 若首年(2023.5-2024.4)旅客量恢复至 19 年 7339 万人次, 对应首年保底约 3.24 亿元, 在资源范围缩小的情况下, 超出上轮合同 19 年保底额 16%。2) 基于 19 年旅客量 7339 万人次, 假设首年旅客吞吐量为 7000-8000 万人次, 对应首年广告费 3.14-3.43 亿元。若后续 20 个月旅客量年度变动幅度在 20% 内, 即每年广告费在上年实际广告费基础上递增 6%, 对应前 32 个月内广告费 8.83-9.63 亿元, 月均值较上轮合同月均保底额增长 -5% 至 +4%。3) 若首年旅客量 ≥ 7530 万人次 (较 19 年 +2.6%), 则 T1 航站楼新合同前 32 个月保底额月均值已超过旧合同保底额月均值。若考虑 T1 航站楼待招商广告资源部分贡献, 本轮合同保底额增幅将更明显。(具体测算情况见图 1)

白云 T1、T2 航站楼新广告协议落地, 首个经营年度保底额基准分别为 2.858、3.98 亿元。根据广告费计算规则, 若首个经营年份(2023.5-2024.5)旅客吞吐量恢复至 19 年水平 7339 万人次, 公司预计取得广告费收入 7.75 亿元。
- 未来展望: 2023 年看国际客流、免税销售恢复, 收入成本剪刀差拐点或现**
客流方面, 国际航班恢复趋势明确, 根据航班管家, 5 月 9 日白云机场国际航班量已恢复至 19 年的 51%。
免税方面, 国际客流恢复后机场免税销售规模恢复确定性较强, 公司议价权将大幅回升。2022 年 6 月, 白云机场与中国中免签署免税补充协议, 此次合同调整, 仅涉及疫情期间(即国际客流低于疫情前 80%), 不改变保底与提成孰高的

投资评级: 买入(维持)

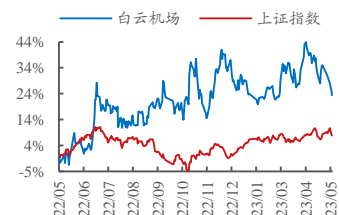
分析师: 李丹
 执业证书号: S1230520040003
 lidan02@stocke.com.cn

研究助理: 李逸
 liyi01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 14.35
总市值(百万元)	33,962.41
总股本(百万股)	2,366.72

股票走势图



相关报告

- 《T2 广告协议落地, 保底额较上轮合同明显增长显现强议价能力》 2023.05.10
- 《强化降本创效, 23Q1 盈利 0.45 亿元》 2023.04.19
- 《22 年亏损 10.7 亿元, 23 年国际客流、免税客单价有望超预期》 2023.04.07

计算模式，且只调整保底、不调整提成比例，因此，不影响疫后白云机场的收入预期。根据中国海关，23年1月白云机场免税店销售额1765万元，人均免税销售额118元，为历史最佳。19年白云机场免税店销售规模与客单价基数低，人均消费额103元，不到上海机场/首都机场的1/3，我们认为，客单价上行趋势有望持续超预期，有望驱动机场业绩超预期。

有税商业方面，2022年十一白云机场LV、GUCCI、Tiffany精品店（有税）陆续开业，预计2023年将有更多高奢品牌入驻，重塑机场有税渠道商业价值。2023年3-4月，公司挂出T1、T2有税商铺招商公告，预计合同将陆续落地，并将取得不错的结果。

成本端，我们认为过去几年白云机场成本控制尤其值得重视，自T2航站楼18年投产以来，白云机场员工数量从17年末的13670人下降至22年末的10168人，净减3502人，未来或将继续维持下降趋势。

□ 盈利预测与投资建议

三年低谷已过，23年将为国际客流明显恢复与机场议价权明显回升的关键一年。非航收入有望超预期、成本端有望维持下行趋势，同时22年末可抵扣亏损的递延所得税资产6.4亿元，公司有望迎来收入成本剪刀差。我们预计公司23-25年归母净利润分别为5.65、18.07、27.51亿元，**维持“买入”评级**。

□ 风险提示

需求不及预期，免税销售不及预期等。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3971	6491	8538	9747
(+/-) (%)	-23%	63%	32%	14%
归母净利润	-1071	565	1807	2751
(+/-) (%)	/	/	220%	52%
每股收益(元)	-0.45	0.24	0.76	1.16
P/E	-31.70	60.07	18.79	12.35

资料来源：浙商证券研究所

图1: 白云机场 T1 航站楼规划范围内广告媒体经营项目广告特许经营费计算规则

T1航站楼: 新一轮广告协议特许经营费计算									
	旅客吞吐量 α (万人次)			广告经营权转让费 (亿元)					
首年 (2023.5.1-2024.4.30)	$\alpha < 4000$			2.858 * 【1+50%* (客流增幅 Δ +20%)】					
	$4000 \leq \alpha \leq 6000$			2.858					
	$\alpha > 6000$			2.858 * 【1+50%* (客流增幅 Δ -20%)】					
第2-3个经营年度 (2024.5.1-2025.12.31+X个月)	$-20\% \leq \text{客流增幅}\Delta \leq 20\%$			上年实际广告费 * (1+6%)					
	客流增幅 $\Delta > 20\%$			上年实际广告费 * 【1+6%+50%* (Δ -20%)】					
	客流增幅 $\Delta < -20\%$			上年实际广告费 * 【1+6%+50%* (Δ +20%)】					
基于首年 (2023.5.1-2024.4.30) 不同客流恢复情况下的广告特许经营费保底金额测算									
首年旅客量假设 (万人次)	6400	6600	6800	7000	7200	7339 (持平19年)	7530	7800	8000
较基准旅客量的涨幅	28%	32%	36%	40%	44%	47%	51%	56%	60%
第1年保底 (2023.5-2024.4)	2.97	3.03	3.09	3.14	3.20	3.24	3.30	3.37	3.43
第2年保底 (2024.5-2025.4)	3.15	3.21	3.27	3.33	3.39	3.44	3.49	3.57	3.64
第3年保底 (2025.5-2025.12, 仅8个月)	2.23	2.27	2.31	2.35	2.40	2.43	2.47	2.53	2.57
后续X个月	每年递增6%								
前32个月合计 (亿元)	8.35	8.51	8.67	8.83	8.99	9.10	9.26	9.47	9.63
月均值较旧合同增幅 (新合同经营权范围更小)	-10%	-8%	-6%	-5%	-3%	-2%	0%	2%	4%
前一轮合同广告特许经营费情况 (2018-2023)									
合同年	时期			收入金额			调整规则		
第一经营年	2018.7-2019.6			2.60			每年递增6%		
第二经营年	2019.7-2020.6			2.99					
第三经营年	2020.7-2021.6			3.44					
第四经营年	2021.7-2022.6			3.95					
第五经营年	2022.7-2023.4 (10个月)			3.79 (年化4.55)					
58个月合计 (亿元)				16.77					

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图2: 白云机场 T2 航站楼&GTC 广告媒体经营项目特许经营费计算规则

T2航站楼>C: 新一轮广告协议特许经营费计算									
	旅客吞吐量 α (万人次)			广告经营权转让费 (亿元)					
首年 (2023.5.13-2024.5.12)	$\alpha < 4000$			3.98*【1+50%*(客流增幅 Δ +20%)】					
	$4000 \leq \alpha \leq 6000$			3.98					
	$\alpha > 6000$			3.98*【1+50%*(客流增幅 Δ -20%)】					
第2-5个经营年度	$-20\% \leq \text{客流增幅}\Delta \leq 20\%$			上年实际广告费*(1+6%)					
	客流增幅 $\Delta > 20\%$			上年实际广告费*【1+6%+50%*(Δ -20%)】					
	客流增幅 $\Delta < -20\%$			上年实际广告费*【1+6%+50%*(Δ +20%)】					
基于首年 (2023.5.13-2024.5.12) 不同客流恢复情况下的广告特许经营费保底金额测算									
首年旅客量假设 (万人次)	6400	6600	6800	7000	7200	7339 (持平19年)	7600	7800	8000
较基准旅客量的涨幅	28%	32%	36%	40%	44%	47%	52%	56%	60%
第1年保底	4.14	4.22	4.30	4.38	4.46	4.51	4.62	4.70	4.78
第2年保底	4.39	4.47	4.56	4.64	4.73	4.78	4.89	4.98	5.06
第3年保底	4.65	4.74	4.83	4.92	5.01	5.07	5.19	5.28	5.37
第4年保底	4.93	5.02	5.12	5.21	5.31	5.37	5.50	5.59	5.69
第5年保底	5.23	5.33	5.43	5.53	5.63	5.70	5.83	5.93	6.03
合计 (亿元)	23.33	23.78	24.23	24.68	25.13	25.44	26.03	26.47	26.92
较上轮合同累计收入的增幅	15%	17%	19%	22%	24%	25%	28%	30%	33%
前一轮合同广告特许经营费情况 (2018-2023)									
合同年	时期			收入金额			调整规则		
第一经营年	2018.4.26-2019.4.25			3.60			每年递增6%		
第二经营年	2019.4.26-2020.4.25			3.82					
第三经营年	2020.4.26-2021.4.25			4.04					
第四经营年	2021.4.26-2022.4.25			4.29					
第五经营年	2022.4.26-2023.4.25			4.54					
合计 (亿元)				20.29					

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3484	7620	13693	20159
现金	2227	5646	11165	17377
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	902	1508	2041	2300
其它应收款	45	57	76	94
预付账款	11	17	18	17
存货	60	68	73	76
其他	239	324	319	294
非流动资产	23456	20624	19216	17147
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	591	531	556	559
固定资产	18651	16941	15041	13231
无形资产	335	225	113	3
在建工程	611	561	570	500
其他	3268	2366	2936	2854
资产总计	26941	28243	32909	37306
流动负债	6916	8242	10661	12480
短期借款	0	7	2	3
应付款项	875	860	946	1015
预收账款	124	92	147	203
其他	5917	7283	9566	11259
非流动负债	2616	2037	2511	2388
长期借款	0	0	0	0
其他	2616	2037	2511	2388
负债合计	9532	10280	13172	14868
少数股东权益	218	208	174	123
归属母公司股东权益	17191	17756	19563	22314
负债和股东权益	26941	28243	32909	37306

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	869	2643	4506	5175
净利润	(1092)	555	1774	2700
折旧摊销	1502	1227	1228	1229
财务费用	112	(35)	(103)	(191)
投资损失	(104)	(104)	(104)	(104)
营运资金变动	1373	743	1823	1593
其它	(924)	257	(112)	(53)
投资活动现金流	(808)	811	853	861
资本支出	826	594	725	715
长期投资	(46)	60	(25)	(4)
其他	(1588)	157	152	150
筹资活动现金流	598	(34)	160	176
短期借款	0	7	(4)	1
长期借款	0	0	0	0
其他	598	(41)	165	175
现金净增加额	658	3419	5519	6212

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3971	6491	8538	9747
营业成本	4929	5470	5844	6131
营业税金及附加	100	128	177	213
营业费用	72	84	85	88
管理费用	319	454	512	536
研发费用	46	75	99	113
财务费用	112	(35)	(103)	(191)
资产减值损失	6	(19)	(23)	(14)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	104	104	104	104
其他经营收益	61	79	66	69
营业利润	(1449)	516	2118	3043
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	(1446)	520	2121	3047
所得税	(354)	(35)	348	346
净利润	(1092)	555	1774	2700
少数股东损益	(21)	(10)	(33)	(51)
归属母公司净利润	(1071)	565	1807	2751
EBITDA	23	1703	3238	4076
EPS (最新摊薄)	(0.45)	0.24	0.76	1.16

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-23.34%	63.46%	31.55%	14.16%
营业利润	-207.33%	135.64%	310.15%	43.69%
归属母公司净利润	-	-	219.65%	52.23%
获利能力				
毛利率	-24.12%	15.73%	31.56%	37.10%
净利率	-27.49%	8.55%	20.77%	27.70%
ROE	-5.95%	3.20%	9.59%	13.05%
ROIC	-5.60%	2.56%	7.58%	10.18%
偿债能力				
资产负债率	35.38%	36.40%	40.02%	39.86%
净负债比率	2.61%	1.82%	1.85%	1.52%
流动比率	0.50	0.92	1.28	1.62
速动比率	0.50	0.92	1.28	1.61
营运能力				
总资产周转率	0.15	0.24	0.28	0.28
应收账款周转率	3.65	5.45	4.91	4.61
应付账款周转率	5.98	6.39	6.52	6.32
每股指标(元)				
每股收益	-0.45	0.24	0.76	1.16
每股经营现金	0.37	1.12	1.90	2.19
每股净资产	7.26	7.50	8.27	9.43
估值比率				
P/E	-31.70	60.07	18.79	12.35
P/B	1.98	1.91	1.74	1.52
EV/EBITDA	1555.45	17.97	7.90	4.71

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>