

# 海航基础 (600515)

## 自贸港核心资产价值凸显，黄金赛道独领风骚

海航基础是海航集团下属开展机场投资运营管理业务、房地产开发业务的唯一主体。海航基础于2016年10月完成重大资产重组，以发行股份及支付现金相结合的方式，收购控股股东海航实业下属全资子公司基础控股所持有的基础产业集团100%股权。目前，公司业务范围包括地产、工程、机场、物业、免税、酒店业务，正从传统房地产转型临空产业综合服务。

公司在海南土地储备市价超百亿，垄断海口市大英山CBD核心物业。2019年末，海航基础土地储备面积236万平方米，118个地块，其中绝大多数在秀英区。目前大英山CBD片区以国兴大道为轴，聚集了海航大厦、海南大厦、互联网金融大厦、双创大厦、日月广场、海航豪庭、海南迎宾馆以及未来的地标建筑海口双子塔等，上述建筑均由海航基础开发建设。

目前海口唯一一家市内免税店坐落于海航日月广场，若未来海口市内免税引入竞争机制，日月广场有望形成免税集聚。

公司控股8家机场，参股4家机场，囊括海南三家机场。控股的8家机场包括：三亚凤凰机场(82.22%)、海口美兰机场(18.66%)、琼海博鳌机场(52.52%)。三亚机场和美兰机场扩容，未来有望实现高增长，带动公司机场和免税业务发展。

公司参与免税业务，分享离岛免税广阔市场。7、8月份，离岛免税新政策实施以来，离岛免税销售同比增长2.2倍，未来还将持续增长，我们预计20-22年离岛免税总规模为300/500/800亿元。公司参股海口美兰机场免税店(49%)、海南海航中免(50%)、天津珠免(49%)。2019年公司参股的免税业务实现收入25.97亿元，美兰机场免税店贡献90%收入。中国中免与海航基础控股公司于2020年9月设立中免凤凰机场免税店有限公司，公司子公司三亚临空实业投资开发有限公司持股49%。

### 盈利预测和估值

假设：1) 考虑到疫情影响，但海南旅游恢复较为乐观，假设公司20-22年房地产业务增速分别为-22%/20%/12%，机场业务增速分别为-12%/30%/35%。2) 假设离岛免税总规模2020-2022年分别为290/526/817亿元，20-22年离岛免税机场店占比分别为15.5%/25%/30%，美兰机场免税店市占率为15%/15%/18%，三亚机场免税店市占率为0.5%/10%/12%。

预计20-22年公司实现营业收入93/113/132亿元，对应-19%/+21%/+17%yoy；20-22年实现归母净利润7.4/6.3/10.8亿元，对应-161%/-14%/+71%yoy，对应PE为46x/53x/31x，首次覆盖，给予买入评级，目标价格15.36元。

**风险提示：**政策调控风险，海南旅游业恢复不及预期，公司债务担保风险，关联方逾期担保及资金占用风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,656.36	11,526.44	9,341.92	11,341.13	13,234.31
增长率(%)	4.48	(1.11)	(18.95)	21.40	16.69
EBITDA(百万元)	4,347.88	2,069.06	3,187.80	3,517.58	4,339.81
净利润(百万元)	1,885.45	(1,212.91)	737.95	632.66	1,080.78
增长率(%)	(5.41)	(164.33)	(160.84)	(14.27)	70.83
EPS(元/股)	0.48	(0.31)	0.19	0.16	0.28
市盈率(P/E)	17.91	(27.84)	45.75	53.36	31.24
市净率(P/B)	1.09	1.44	1.26	1.23	1.19
市销率(P/S)	2.90	2.93	3.61	2.98	2.55
EV/EBITDA	3.62	5.72	12.67	6.92	8.96

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	9.5元
目标价格	15.36元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	3,907.59
流通A股股本(百万股)	1,658.30
A股总市值(百万元)	37,122.13
流通A股市值(百万元)	15,753.81
每股净资产(元)	6.23
资产负债率(%)	61.72
一年内最高/最低(元)	9.50/3.76

### 作者

刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
陈天诚	分析师
SAC执业证书编号：S1110517110001	
chentiancheng@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 内容目录

<b>1. 公司概况：海航集团旗下机场运营与房地产开发的唯一主体</b> .....	<b>4</b>
1.1. 海航旗下基础产业投资建设运营平台，战略定位逐渐清晰.....	4
1.2. 主营地产和机场业务，参与免税业务.....	5
1.3. 疫情期间顶住现金流压力，负债率稍有回落.....	7
<b>2. 持有海南优质地产，享受海南自贸港发展红利</b> .....	<b>8</b>
2.1. 公司在海南土地储备市价超百亿，集中在海口市秀英区.....	8
2.2. 公司房地产开发集中在海口市，垄断海口市大英山 CBD 核心物业.....	9
2.3. 日月广场是海航基础的核心物业之一，入驻目前海口唯一一家市内免税店.....	12
2.4. 借鉴三亚经验，若未来海口免税经营引入竞争机制，日月广场有望形成免税集群.....	14
<b>3. 控股三亚机场、参股美兰机场，产能瓶颈突破后将实现高速增长</b> .....	<b>15</b>
3.1. 海航基础参控股全国 12 家机场，海南三机场收入囊中.....	15
3.2. 海口、三亚机场扩容，设计吞吐量将匹配旅游需求.....	17
<b>4. 参股两家离岛机场免税店，分羹蓬勃发展的离岛免税市场</b> .....	<b>20</b>
4.1. 美兰机场免税店贡献公司参股免税业务 90%收入.....	20
4.2. 海口美兰机场免税店：美兰机场二期投入运营后免税收入有望提速.....	20
4.3. 参股新三亚凤凰机场免税店，未来将贡献公司免税业务增量.....	23
<b>5. 盈利预测和估值</b> .....	<b>23</b>
5.1. 7、8 月份离岛免税销售同比增长 2.2 倍，未来还将持续扩容.....	23
5.2. 公司盈利预测.....	25

## 图表目录

图 1：海航基础历史沿革.....	4
图 2：海航基础股权结构.....	5
图 3：海航基础 2016-2020H1 营业收入（亿元）.....	6
图 4：海航基础业务拆分（亿元）.....	6
图 5：海航基础毛利率.....	6
图 6：海航基础分业务毛利率.....	6
图 7：海航基础 2016-2020H1 归母净利润（亿元）.....	7
图 8：海航基础投资收益与利润总额对比.....	7
图 9：海航基础资产负债率.....	7
图 10：海航基础现金净流量与货币资金.....	7
图 11：海口市区域分布图.....	8
图 12：海口市琼山区大英山 CBD 国兴大道项目.....	10
图 13：海口日月广场效果图.....	12
图 14：2018.12-2019.11 海口日月广场免税店份额为 5.8%.....	13

图 15: 2020.7.1-7.7 海口日月广场免税店份额为 8%	13
图 16: 海口/三亚常住人口对比 (万人)	14
图 17: 各大机场历年旅客吞吐量 (万人次)	17
图 18: 各大机场历年旅客吞吐量 (万人次)	18
图 19: 三亚旅游饭店接待过夜人数 (万人次)	18
图 20: 海口旅游饭店接待过夜人数 (万人次)	18
图 21: 各大机场历年旅客吞吐量 (万人次)	19
图 22: 美兰机场免税店销售收入 (亿元)	21
图 23: 美兰机场免税店购物人次 (万人)	21
图 24: 美兰机场免税店客单价 (元)	21
图 25: 三亚国际免税城客单价 (元)	21
图 26: 美兰机场免税店和三亚国际免税城坪效 (万元/平米)	21
图 27: 美兰机场免税店购物渗透率逐年提升	22
图 28: 海免海口美兰机场免税店有限公司毛利率	22
图 29: 海免海口美兰机场免税店有限公司销售费用率	22
图 30: 海免海口美兰机场免税店有限公司营业利润率	23
图 31: 海免海口美兰机场免税店有限公司净利率	23
图 32: 7、8 月份离岛免税购物金额 62 天 56 亿元, 同比增长 2.2 倍	24
图 33: 7、8 月份离岛免税购物离岛免税购物人次同比增长 54.8%	24
图 34: 7、8 月份离岛免税购物客单价同比增长 107%	24
<b>表 1: 海航基础重大资产重组前后股东持股比例变化 (%)</b>	4
表 2: 海航基础 2019 年末持有待开发土地情况	8
表 3: 海航基础 2019 年房屋出租情况	9
表 4: 海航基础投资开发的大英山片区项目	11
表 5: 2019 年 H1 海免 (海口) 免税店公司与海免海口美兰机场免税店公司收入结构	13
表 6: 省外免税企业选择标准	14
表 7: 海航基础控股 8 家机场	15
表 8: 三亚凤凰机场是海航基础机场板块的核心资产	16
表 9: 海航基础参股 4 家机场	16
表 10: 三亚凤凰机场与美兰机场对比	19
表 11: 公司收入分业务板块预测	25
表 12: 公司重要联营企业盈利预测	26
表 13: 可比公司 PB	26

## 1. 公司概况：海航集团旗下机场运营与房地产开发的唯一主体

### 1.1. 海航旗下基础产业投资建设运营平台，战略定位逐渐清晰

海航基础于 2016 年 10 月完成重大资产重组，成为海航集团旗下基础产业投资建设运营板块的核心运作平台，同时也是海航集团下属开展机场投资运营管理业务、房地产开发业务的唯一主体。

海航基础以发行股份及支付现金相结合的方式，收购控股股东海航实业下属全资子公司基础控股所持有的基础产业集团 100% 股权。

基础产业集团是海航集团旗下专注于基础产业投资建设运营的唯一平台，主要经营业务包括各类地产项目的开发与建设、机场的投资运营管理等，并将充分利用国家大力推动“海上丝绸之路”建设的历史契机，依托海航集团丰富而多元化的产业资源，积极涉足港口码头、公/铁路网、管网、能源、综合交通枢纽、人工岛礁、海上保障基地等业务领域，打造以海南岛为核心、国内外领先的基础设施领域全产业链投资运营商。基础产业集团旗下的地产板块在全国范围内特别是海南省拥有大量优质土地资源储备。

交易完成后，上市公司持有基础产业集团 100% 股权，上市公司控股股东为基础控股，实际控制人仍为慈航基金会。

表 1：海航基础重大资产重组前后股东持股比例变化（%）

股东	重组前	重组后（未考虑配募）	重组后（考虑配募完成后）
海航实业	30.09	4.76	3.26
天津大通	6.47	1.02	0.7
基础控股	-	84.18	57.56
配募投资者	-	-	31.62
其他 A 股股东	63.44	10.04	6.86
合计	100	100	100

资料来源：公司公告，天风证券研究所

资产重组后，公司主营业务从百货零售经营转变为机场、地产业务经营。重大资产重组前，上市公司名称为海南海岛建设股份有限公司，主营业务是商业百货零售和酒店经营业务，旗下主要资产为位于海南省海口市的望海国际商业广场和海南迎宾馆，业务和资产规模相对有限，且经营压力持续增大。重组完成后，海航基础主营业务将变更为机场业务和房地产业务，并作为海航集团开展机场业务和房地产业务的唯一平台。

目前公司正从传统房地产转型临空产业综合服务。2018 年起，在国家房地产调控的背景下，公司以海南自贸港发展为契机，积极推动从传统房地产行业向临空产业开发战略转型。2020 年，海航基础将借助海南自由贸易港政策、空港经济发展等市场机遇，围绕机场核心资源，发挥自身独特优势、广泛引入战略合作伙伴，打造临空产业园标杆项目，转型成为集临空经济区开发建设和产业规划组织为一体的“中国领先的临空产业综合服务商”。

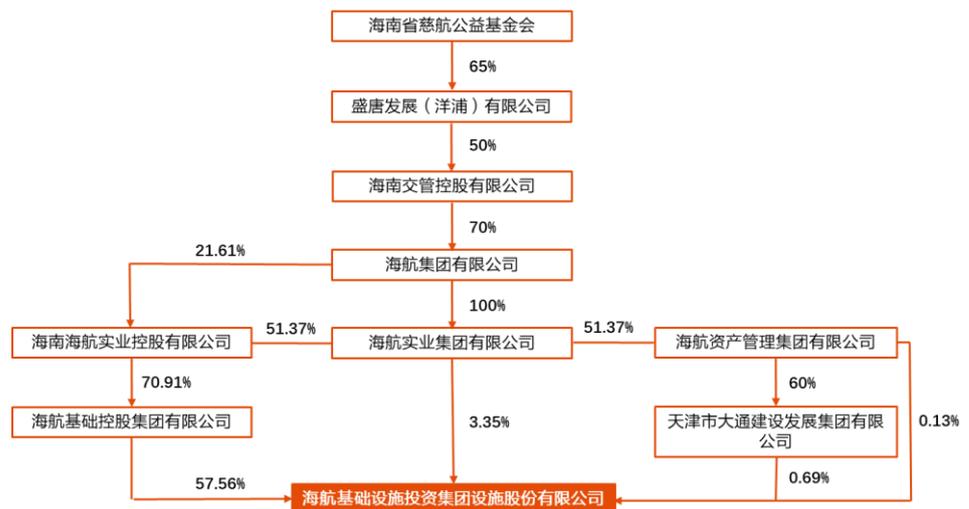
图 1：海航基础历史沿革



资料来源：公司公告，天风证券研究所

海航基础的实际控制人为海南省慈航公益基金会。2020年6月底，公司前十大股东除海航基础控股集团有限公司（持股57.56%）、海航实业集团有限公司（持股3.35%）以外，均为信托或证券持股。

图 2：海航基础股权结构



资料来源：2019 年年报，天风证券研究所

## 1.2. 主营地产和机场业务，参与免税业务

公司业务范围包括地产、工程、机场、物业、免税、酒店等。

(1) 公司地产及产业园区业务主要方向为临空产业园区的开发、存量住宅和商住等开发库存的销售，以及临空产业园区及投资性房地产的出租与管理，持续推进地产业务向临空产业开发转型。公司临空产业园项目包括海口美兰临空产业园、武汉临空产业园、宜昌临空产业园、天津临空产业园等。此外，海航基础正围绕上述临空产业园的相关业态进行布局，收购了天羽飞训 100% 股权，并增资海航技术 31.93% 股权，以完善临空产业链条。

(2) 公司的工程业务以航空及配套（机场工程、航空配套、临空产业园）为主，为海航基础产业落地、运营管理、资源整合提供载体支撑。

(3) 公司的机场经营业务主要分为航空性业务和非航空性业务，航空性业务指与飞机、旅客及货物服务直接关联的基础性业务；其余类似延伸的商业、办公室租赁、值机柜台出租等都属于非航空性业务。公司控股全国 9 家机场，参股 3 家机场。

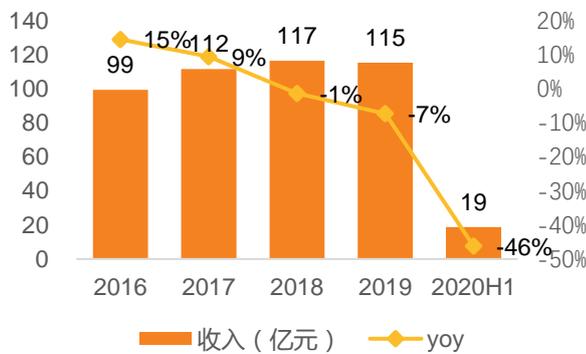
(4) 公司在管物业项目共计 171 个，管理面积近 1500 万平方米。公司物业业务专注于大型临空临港、政府办公区、学校、高档住宅、高档写字楼、各类大中型餐饮等业态，为业主提供专业、便捷、高效的物业基础服务和增值服务。2020 上半年，公司物业业务在管物业项目共计 171 个，管理面积近 1500 万平方米。为海口美兰国际机场、海口美兰基地、三亚凤凰国际机场、北京航空基地、西安航空基地等提供物业服务。

(5) 公司参股海口美兰机场免税店、海南海航中免、天津珠免，2019 年公司参股的免税业务实现收入 25.97 亿元。海口美兰机场免税店是国内首家机场免税店，拥有 45 类免税商品，近 300 个国际知名高端品牌，自 2011 年开业以来累计销售额超 122 亿元；海南海航中免拥有 2 家机场口岸免税店和 7 家机上免税店，覆盖国际航线 67 条，主要经营品类为进口/国产烟酒、香化精品等出入境免税品；天津珠免为天津滨海国际机场入境免税店，主营烟酒、化妆品等便于携带的个人消费品。

(6) 酒店业务的经营主体为海南迎宾馆(1 号楼和 2 号楼)，2019 年实现收入 1.39 亿元，位居海口酒店行业榜首。海南迎宾馆位于海口大英山 CBD 核心区域，与海口最大的商业综合体日月广场临街相望，距市区免税店仅 500 米，至美兰国际机场仅 25 分钟车程，是住宿、餐饮、会议接待、宴会、休闲娱乐为一体的大型综合性城市酒店。

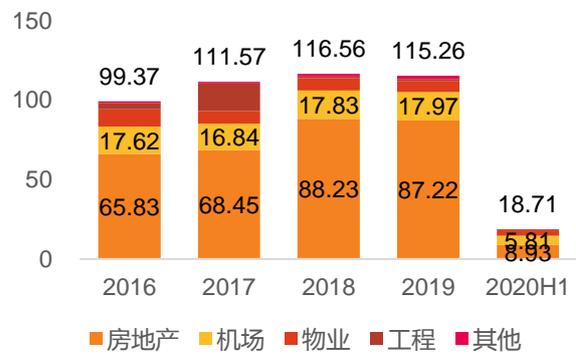
受疫情影响，公司地产业务占比首次下降至 50% 以下。2019 年公司实现营业收入 115.26 亿元，其中地产业务占比 76%，机场业务占比 16%，物业管理业务占比 6%，工程业务占比 1%。2020 上半年，受疫情影响，公司实现营业收入 18.71 亿元，同比下滑 46.24%，其中地产业务占比大幅下降至 48%，机场业务占比 31%，物业管理业务占比 18%，工程业务占比 3%。公司地产业务下降明显，主要受疫情影响，房地产开发及出租收入均大幅下滑；另一方面，公司逐步退出传统房地产领域，聚焦转型临空产业基础设施建设，也会带来业务结构的调整。

图 3：海航基础 2016-2020H1 营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：海航基础业务拆分（亿元）

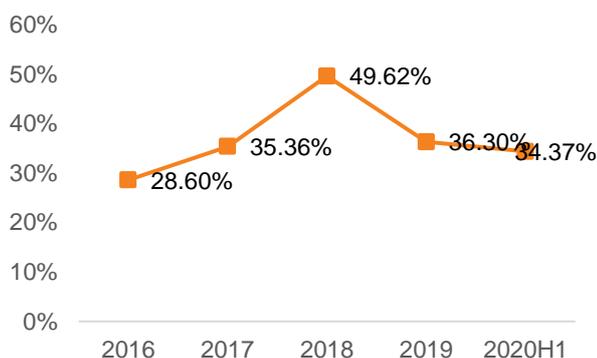


资料来源：公司公告，天风证券研究所

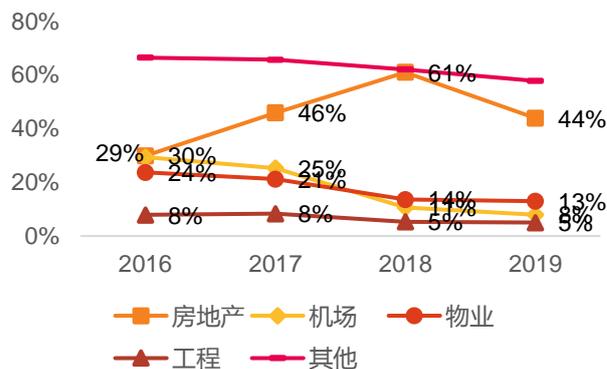
受业务结构调整影响，公司毛利率有下降趋势。2020 上半年，公司整体毛利率为 34.37%，比 2019 年下降 1.93pct，主要是毛利率较高的地产业务占比下降所致。

图 5：海航基础毛利率

图 6：海航基础分业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

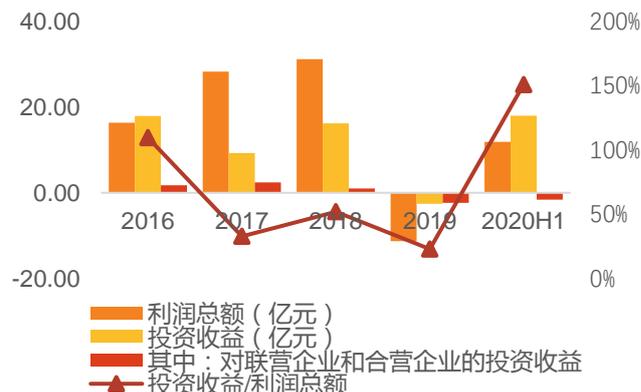
公司利润总额受投资收益影响较大。公司下属成员企业过百家，有较大比例的长期股权投资，因此投资收益占据利润总额较大比例。2016-2019 年投资收益占利润总额的比例分别为 110%/33%/52%/23%，2020 年上半年由于出售海南金海湾投资开发有限公司 100%的股权取得收益 38 亿元，投资收益占利润总额的比例高达 151%。

图 7：海航基础 2016-2020H1 归母净利润 (亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：海航基础投资收益与利润总额对比



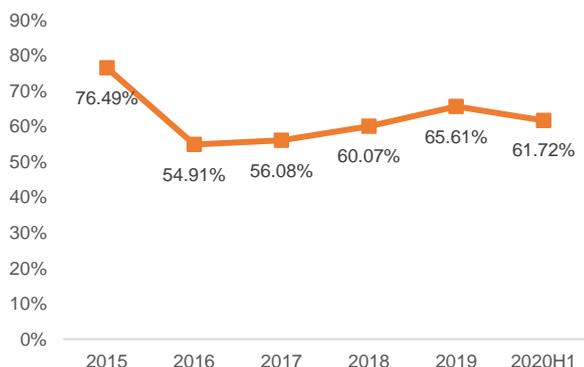
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 疫情期间顶住现金流压力，负债率稍有回落

疫情期间顶住现金流压力，负债率稍有回落。2020H1 公司资产负债率回落至 61.72%，相较 2019 年 65.61%下降 3.89%。公司 20H1 经营活动产生的现金流量净额为 -15.41 亿元，同比下降 200%，主要因疫情影响本期收到经营性现金比上年同期减少所致；20H1 投资活动产生的现金流量净额为 0.18 亿元，去年同期为 -2.86 亿元，主要系本期收到处置金海湾的股权受让款所致；20H1 筹资活动净现金流为 34.59 亿元，主要与本期受限货币资金减少，收到其他与筹资活动有关的现金增加有关。2020 年 6 月 30 日公司货币资金达 59.07 亿元，上年同期期末为 103.31 亿元，同比下降 42.82%。

图 9：海航基础资产负债率

图 10：海航基础现金净流量与货币资金



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 持有海南优质地产，享受海南自贸港发展红利

### 2.1. 公司在海南土地储备市价超百亿，集中在海口市秀英区

2019 年末，海航基础持有待开发土地的总面积为 236 万平米，118 个地块，其中绝大多数在秀英区。其中海口市 216.8 万平米，三亚市 6.8 万平米。另有 175 万平米、21 个地块在建，持有未开发与在建土地总面积合计 411 万平米。2019 年末，海航基础土地使用权的账面原值期末余额为 20.01 亿元，计算购地成本为 487 元/平米。海口 2020 上半年土地挂牌成交 32.46 亿元，1140 亩（1 亩=100 万平），折算每平 4271 元，土地市价超过百亿元。

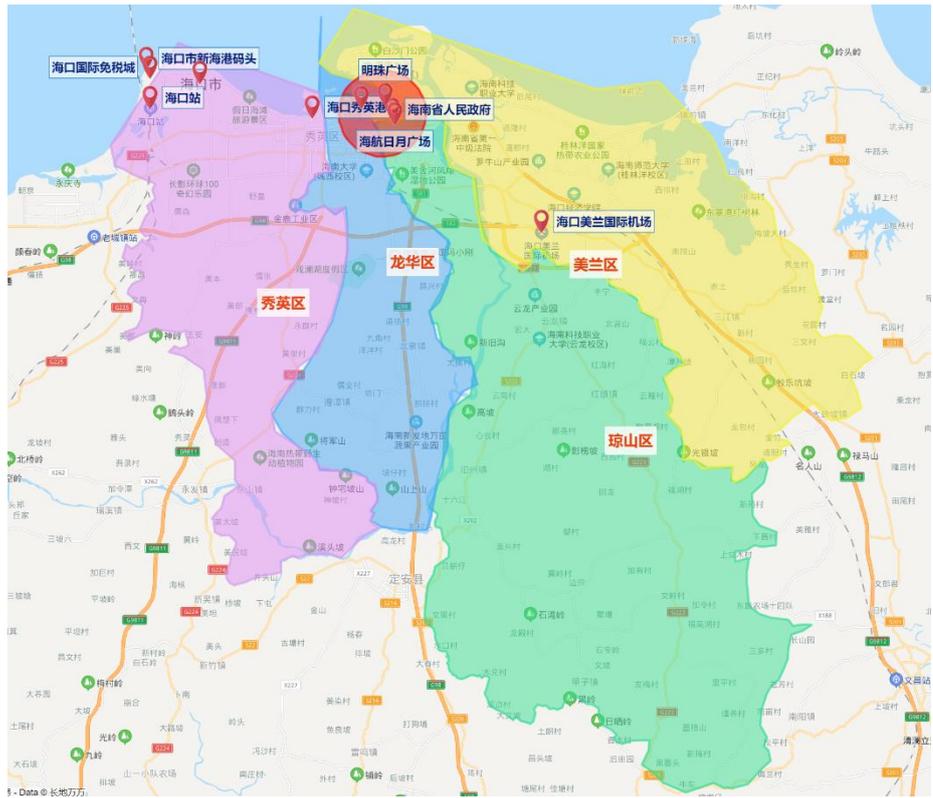
表 2：海航基础 2019 年末持有待开发土地情况

	地块数	土地面积(万平米)
全国	118	236.0
其中：		
海口市秀英区	99	212.1
海口市琼山区	10	2.3
海口市美兰区	7	2.4
三亚市天涯区	1	6.8
浙江省平湖市	1	12.4

资料来源：公司公告，天风证券研究所

秀英区港口、火车交通便利，也是未来海口国际免税城所在地。海口市辖区共计 2434 平方千米，其中，琼山区/美兰区/秀英区/龙华区面积分别为 932/624/511/304 平方千米。秀英区位于海口市最西边，是海口市政府所在区域，港口、铁路交通便利，拥有海口火车站、秀英港以及新海港，也是未来海口国际免税城所在地，海口免税城位于新海港附近，距离秀英港约 15 公里。美兰区、琼山区、龙华区北部交叉位置为海口市中心，明珠广场、国贸大厦、日月广场等商贸中心，以及海南省政府均位于这一区域。美兰区为美兰机场所在区。

图 11：海口市区域分布图



资料来源：兰图绘，天风证券研究所

## 2.2. 公司房地产开发集中在海口市，垄断海口市大英山 CBD 核心物业

2019 年，公司在全国区域出租房地产 42 处，其中 16 处位于海口市，7 处位于三亚市，4 处位于海南省其他城市。出租房地产的建筑面积为 73.54 万平方米，83%在海口市；实现租金收入 4.48 亿元，88%在海口市。

表 3：海航基础 2019 年房屋出租情况

序号	地区	项目	经营业态	出租建筑面积(平米)	租金总收入(万元)	租金(元/平米)
1	海口市龙华区	海航国际广场项目	酒店	82,315	5,699	692
2	海口市龙华区	海航国际广场项目	公寓	33,456	397	119
3	海口市龙华区	海航国际广场项目	公寓	2,946	201	682
4	海口市龙华区	海航国际广场项目	写字楼	869	118	1356
5	海口市龙华区	海航国际广场项目	地下车库	62,897	217	35
6	海口市龙华区	海航国际广场项目	商业	14,074	139	99
7	海口市美兰区	海南迎宾馆	酒店	10,624	1,021	961
8	海口市美兰区	海南望海商务酒店	酒店	56,380	976	173
9	海口市美兰区	万国商厦	办公	402	11	284
10	海口市美兰区	互联网金融大厦	商业	6,355	1,519	2391
11	海口市美兰区	日月广场	商业	308,503	25,857	838
12	海口市美兰区	海尚丝寓耘所公寓	长租公寓	3,250	127	392
13	海南海口	海南大厦	商业	22,425	3,015	1344
14	海南海口	海口海航城	住宅	1,469	40	270
15	海南海口	海航豪庭北苑	商业	30	2	687
16	海南海口	海航豪庭南苑	商业	1,671	305	1823
<b>海口市总计</b>				<b>607,666</b>	<b>39,644</b>	<b>652</b>

17	三亚市天涯区	三亚学苑商铺 1H1	商业	237	28	1168
18	三亚市天涯区	三亚学苑商铺 1H	商业	248	38	1520
19	三亚市天涯区	三亚学苑商铺 B1	商业	208	18	880
20	三亚市天涯区	三亚学苑商铺 C1	商业	208	15	722
21	三亚市天涯区	三亚学苑商铺 1B	商业	416	39	933
22	三亚市天涯区	三亚学苑商铺 1H1	商业	372	12	324
23	三亚	凤凰机场站前综合体商业租赁	综合体	15,000	1,593	1062
<b>三亚市总计</b>				<b>16,688</b>	<b>1,743</b>	<b>1044</b>
24	儋州市那大镇	儋州望海国际花园 (住宅项目)	住宅/商铺	2,251	12	51
25	儋州市那大镇	儋州福朋喜来登酒店	酒店	40,856	1,143	280
26	海南澄迈	澄迈东软 6 栋别墅	正常	15,061	413	274
27	海南省陵水县	陵水 YOHO 湾	候机楼/商业/住宅/停车场	7,302	462	633
其他城市				45,559	1,424	313
<b>总计</b>				<b>735,383</b>	<b>44,841</b>	<b>610</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 海口市大英山 CBD 片区大型建筑物被海航基础垄断。

大英山 CBD 位于海口市中心位置，系海口城市中心配套成熟的大规模地块集中区。该片区由省政府统一规划，以“两轴、四心、四片”理念，云集省级政商核心资源，是行政、经济、商务、娱乐、高端人文居住荟萃之地。根据规划，大英山 CBD 将建成海口市中央商务区、省级行政与文化中心。该片区空间结构为“两轴四片”，“两轴”是指以国兴大道为中轴线，两侧分别形成商务区和生态文化区，其中布局为海口行政、商务中心城市建筑群，即海南省政府、海航大厦、海南迎宾馆、国际金融中心、海南大厦、海口塔等。“四片”是指规划区东北、东南、西北和西南四片特色鲜明的居住综合片区，荟萃城市精华、集中了日月广场、海南省图书馆、海南省博物馆、科技馆等高端生活资源。大英山 CBD 正全力打造总部经济高地，产业呈聚集之势，未来将有 13 万人居住，10 万人工作就业。

目前大英山 CBD 片区以国兴大道为轴，聚集了海航大厦、海南大厦、互联网金融大厦、双创大厦、日月广场、海航豪庭、海南迎宾馆以及未来的地标建筑海口双子塔等，**上述建筑均由海航基础开发建设。**

图 12：海口市琼山区大英山 CBD 国兴大道项目



资料来源：海口网，百度地图，天风证券研究所

表 4：海航基础投资开发的大英山片区项目

项目	经营业态	用地(平方米)	建筑面积(平方米)	竣工时间
海口双子塔·南塔(双子塔 D15 地块)	综合体	3.4	3.9	
海口双子塔·北塔	综合体	3.5	37.6	计划 2020/8/30
日月广场(C01、C04、C06 地块)	商业综合体	15.9	47.6	2016/11/30
海南大厦	写字楼	2.6	15.9	2016/6/30
互联网金融大厦 A13 地块	写字楼	2.6	17.9	2017/8/31
新海航大厦	写字楼	3.3	13.7	2016 年
国瑞大厦	写字楼		4.6	2018/6/21
洲际酒店(洲际/双创大厦)	酒店、写字楼	54,144.89	281,521.28	2018 年
海南迎宾馆(二期)	酒店	1.4	9.1	一期于 2010 年开业，2016 年装修，二期于 2018 年开业
海南慈航国际医院	医院	0.9	7.1	在建
海口国兴城	住宅		34.0	2014/6/24
海航豪庭南苑	住宅	14.5	83.7	部分在建，2019 年底可供出售建筑面积为 25.03 万平米
海航豪庭北苑	住宅	12.0	63.2	部分在建，2019 年底可供出售建筑面积为 39.77 万平米

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**借助海南自贸港发展契机，海南大厦等写字楼出租率将提升。**海南大厦地上 34-37、39-45 层办公用房及地下负一层车库和负一层食堂，建筑面积为 4.48 万平米，截止 2020 年 3 月，出租率仅为 43.27%。未来随着海南自贸港建设逐渐深入，大型企业和人才不断流入，大厦周边商业配套日益完善，人气指数不断攀升，公司将充分挖掘政策和 CBD 区位优势有利条件，加大招商宣传力度，争取 2020 年实现出租率 80%，2021 年以后出租率达到 95%。

### 2.3. 日月广场是海航基础的核心物业之一，入驻目前海口唯一一家市内免税店

日月广场由海航基础孙公司海岛临空（曾用名：海航地产）开发建设并出售。所占用地用途为批发零售用地，土地使用年限至 2056 年 6 月 22 日。该项目总投资约 50 亿，日月广场于 2016 年 12 月 15 日正式开业。

日月广场是海南首个现代化的一站式全天候购物中心，是集大型超市、精品零售、影院、冰上训练中心、快时尚组团、家电卖场、家庭娱乐中心、早教、运动超市、健身房、KTV、台球、竞技、游戏、咖啡、时尚餐饮、休闲娱乐配套于一体的国际化商业综合体项目。囊括多种业态的百余国内外知名品牌。

日月广场经营面积为 47.62 万平方米，整体包括东区、中区、西区三个地块，其中东区和西区的 12 座商业建筑均以 12 星座的方式加以命名，6 座下沉式广场辅以“星”为主题命名，寓意日月广场为守护每位顾客的专属幸运星。目前公司持有的日月广场经营面积为 45.09 万平米。2017 年 12 月，公司出售位于海口市国兴大道日月广场 1 号下沉式广场 B1 层（负二层）的 2017 号商铺房地产。购买方为海南信航供应链管理有限公司，建筑面积 2.53 万平米，购买合同总价为 5.71 亿元，单价 2.26 万元/平米。

日月广场地处位于海口市大英山 CBD 城区国兴大道南侧，周边集合了海航大厦、海南大厦、互联网金融中心等高端办公写字楼，星级酒店海南迎宾馆，及省级图书馆、博物馆、歌剧院等高标准城市配套。项目所处片区内未来将建成海口双子塔、海口洲际酒店、优联国际医院、海航首府双语学校等一系列标志性建筑及高端服务商业配套社区。即将承担起海南省经济核心的重要作用，发挥其在国际旅游岛“一带一路”战略建设中的独特优势。

日月广场充分利用得天独厚的交通区位优势，是集众多业态于一体的国际化商业综合体，拥有“两最”、“三首”。

图 13：海口日月广场效果图



资料来源：百度地图，天风证券研究所

公司与日月广场商业解除合同，日月广场物业改为自营，将降低公司经营风险。2016 年 11 月，公司子公司海岛临空与日月广场商业签订《日月广场配套设施服务合同》，合同约定海岛临空为出租给日月广场商业的 33.38 万平方米日月广场提供配套设施服务，配套设施服务费单价为 18 元/平方米/月，年费用金额为 7210 万元。2020 年 5 月，由于日月广场商业欠付租金 4.21 亿元、欠付配套设施服务费 1.66 亿元，公司子公司海岛临空与关联方日月广场商业解除合同，终止出租日月广场项目，改由公司自行经营，有助于降低日常关

联交易规模及关联方应收账款规模，降低公司经营风险。

目前海口唯一一家市内免税店坐落于日月广场。

海口日月广场免税店由海免 100%持股，于 2019 年 1 月 19 日开业。海口日月广场免税店位于海南海口琼山区国兴大道日月广场 B1 层，营业面积 2.2 万平方米，首期开业 1.3 万平方米。由海免公司全资子公司海免（海口）免税店公司经营，中免公司统一采购。

海口日月广场免税店开业不足半年就实现海口美兰机场店 1/3 的销售收入，显示出较大潜力。海免（海口）免税店公司和海免海口美兰机场免税店有限公司分别负责运营海口日月广场免税店与海口美兰机场免税店，2019 年 H1 两家公司分别实现收入 3.37 亿元和 11.31 亿元，海口日月广场免税店开业不足半年就达到 2011 年开业的美兰机场免税店收入的 1/3，显示出市内免税店的较大潜力。日月广场免税店的毛利率（37.4%）低于规模更大的海口美兰机场免税店（42.9%）。两家店的销售费用率分比为 11%和 25%，差异源于机场扣点较高。两家店的营业利润率分比为 20.2%和 10.7%，日月广场免税店的盈利能力更强，营业利润率和净利率均接近美兰机场免税店的 2 倍。

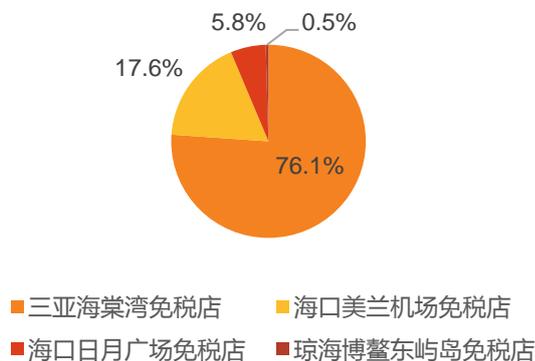
表 5：2019 年 H1 海免（海口）免税店公司与海免海口美兰机场免税店公司收入结构

	海免（海口）免税店公司	海免海口美兰机场免税店有限公司
收入（亿元）	3.37	11.31
毛利率	37.4%	42.9%
销售费用率	11.0%	25.0%
管理费用率	1.0%	2.0%
营业利润率	20.2%	10.7%
净利率	15.8%	8.0%

资料来源：中国中免、美兰空港公告，天风证券研究所

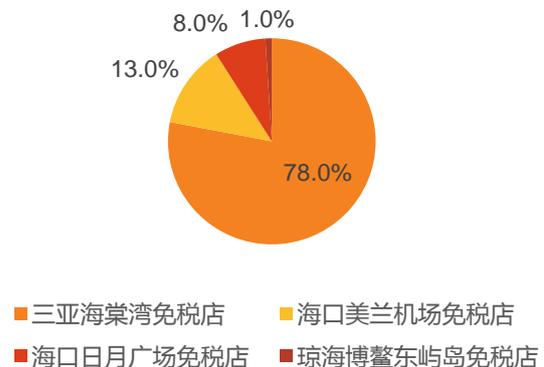
海口日月广场免税店市场份额于 2020 年 7 月初迅速提升至 8%。2018 年 12 月-2019 年 11 月，四家离岛免税店实现销售额 128.85 亿元，其中，三亚海棠湾免税店占 76%，海口美兰机场免税店占 18%，海口日月广场免税店和琼海博鳌东屿岛免税店占 6%。7 月 1 日-7 月 7 日离岛免税新政策首周，四家离岛免税店实现销售额 4.5 亿元，其中，三亚海棠湾免税店占 78%，海口美兰机场免税店占 13%，海口日月广场免税店和琼海博鳌东屿岛免税店占 9%。

图 14：2018.12-2019.11 海口日月广场免税店份额为 5.8%



资料来源：海口海关，天风证券研究所

图 15：2020.7.1-7.7 海口日月广场免税店份额为 8%

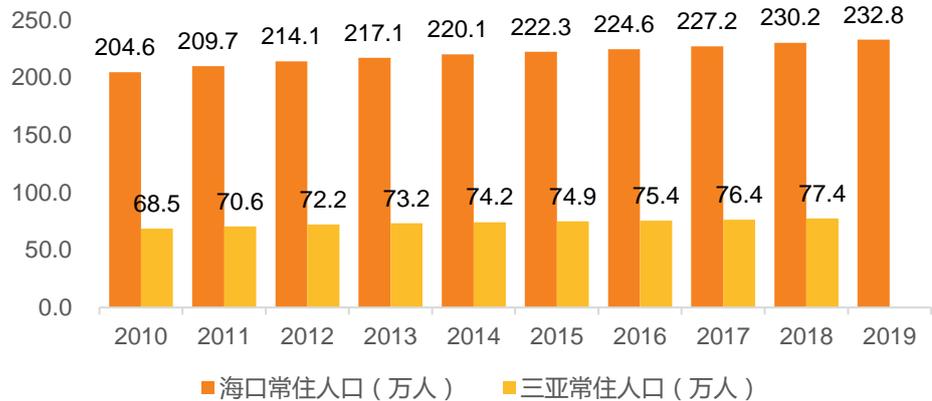


资料来源：海口海关，天风证券研究所

对标三亚海棠湾免税店，海口日月广场免税店有较大成长空间。（1）海口日月广场免税店开业时间较短，规模效应有待显现：三亚海棠湾免税店营业面积为 7.2 万平，海口日月广场免税店营业面积为 2.2 万平，二者同为市内免税店，若日月广场免税店坪效能达到三亚海棠湾免税店的水平，预计能达到 15~20%的离岛免税市场份额；（2）海口日月广场免税

**店区位优势更加明显：**海口日月广场免税店位于海口市中心 CBD，交通便利，同时，海口市常住人口是三亚市常住人口的 3 倍，海口市市内店在岛民购买免税品方面优势明显。

图 16：海口/三亚常住人口对比（万人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

海口日月广场免税店的火热不仅能给公司提供更多租金收入，同时能够带来大量客流，带动海口日月广场有税商业的发展。

#### 2.4. 借鉴三亚经验，若未来海口免税经营引入竞争机制，日月广场有望形成免税集群

**7 月，海南两家国有企业获批离岛免税经营资质。**今年 7 月，财政部等国家部委授权海南省批准 1-2 家经营主体享有海南离岛免税品经营资质，近日，海南省人民政府已正式批准海南旅游投资发展有限公司全资子公司海南旅投免税品有限公司、海南省发展控股有限公司全资子公司全球消费精品（海南）贸易有限公司两家公司享有海南离岛免税经营资质，并已报财政部等部门备案。

**今年内海南争取在三亚新开设 3 家离岛免税店。**按照国家部委要求、鼓励适度竞争、满足游客的期盼以及综合考虑海南省接待游客数量、常住人口数量、社消零总额、交通便利程度、商业基础设施等因素，按照选址规划原则，海南省今年争取在三亚新设 3 家免税店，包括凤凰机场店和 2 家市内店，拟采用招标等市场化竞争方式确定经营主体，并组织经营主体提出设立离岛免税店的申请，按规定上报批准后设立。

今年还会引进一家省外免税运营商作为三亚市内离岛免税店经营主体。除上述已批复的省内两家企业外，将采用竞争性磋商方式从省外具有免税品经营资质的企业中择优选定 1 个企业，作为三亚市内 1 家离岛免税店经营主体，即王府井、中出服、珠免、深免四选一。

选择省外企业的竞争性磋商方案涵盖是否具备丰富的免税经营经验、稳定的国际品牌合作资源、较强的投资能力、诚信守法经营等标准。在经营面积方面，新增免税店要求经营面积不小于 2 万平方米，目前海南四家离岛免税店三亚海棠湾免税店、美兰机场免税店、海口日月广场市内店、博鳌市内店的营业面积分别为 7.2、3.05、2.2、0.42 万平方米。

表 6：省外免税企业选择标准

序号	标准
1	被确定为经营主体后一个月内在海南成立独立法人公司
2	注册资本不低于 5 亿元人民币
3	具有可持续发展能力，稳定的国际品牌采购渠道，有实现品牌、品种、价格与国际同步的经营能力

- 4 销售场所的选址满足节约资源、保护环境、有序竞争、便于监管的要求，交通便利、配套完善，与场所出租方签订 2 年以上有效租赁协议，经营面积不小于 2 万平方米
- 5 具备符合海关监管要求的免税品监管仓库，具备计算机管理系统和数据传输能力
- 6 2020 年 11 月 28 日前完成免税店建设并开业

资料来源：海南省商务厅，天风证券研究所

若海口市内免税引入新竞争者，在日月广场形成免税集聚的可能性较大。从三亚免税政策看，海南省在引导免税经营有序竞争方面态度坚定，未来海口市内免税有望引进新竞争者。借鉴韩国市内免税发展经验，韩国头部免税运营商乐天、新世界、东和在首尔明洞地区均开店，韩国免税在首尔明洞呈现明显的聚集效应。从海口市现有区域分布看，我们认为，位于市中心国兴大道 CBD 核心位置的日月广场或成为新免税店开业的热门位置，与现有的海免日月广场免税店形成集聚。

### 3. 控股三亚机场、参股美兰机场，产能瓶颈突破后将实现高速增长

#### 3.1. 海航基础参控股全国 12 家机场，海南三机场收入囊中

公司目前控股 8 家机场，包括：三亚凤凰机场（82.22%）、安庆天柱山机场（100%）、唐山三女河机场（51.57%）、潍坊南苑机场（100%）、营口兰旗机场（60%）、满洲里西郊机场（67%）、松原查干湖机场（90%）、三沙永兴机场（100%）。

表 7：海航基础控股 8 家机场

控股机场	持股比例	通航时间	地理位置	等级	2019 年旅客吞吐量 (万人次)	排名	YoY
三亚凤凰国际机场	82.22%	1994 年 7 月 1 日	位于三亚市西北 11 公里处，名胜美景环布周围，东面是美丽的“鹿回头”，西边是闻名遐迩的“天涯海角”，北靠凤凰山，南临南中国海	4E 级国内干线机场	2016.37	23	0.6%
营口兰旗机场	60%	2016 年 2 月 3 日	位于辽宁省营口市南端，距离市中心 18 公里，东临渤海高速公路，西临 G305 国道	4C 级中国国内支线机场	40.65	158	36.4%
潍坊南苑机场	100%	1996 年 4 月 1 日	位于潍坊市正南 7 公里处，距济青高速公路 16 公里、潍莱高速公路 2 公里、胶济铁路 5 公里，驱车前往市区仅需 15 分钟	4D 级军民航合用机场	46.86	151	-35.3%
松原查干湖机场	90%	2017 年 10 月 29 日	位于松原市前郭尔罗斯蒙古族自治县查干湖镇查干湖村，距松原市区 30 公里，距查干湖旅游保护区 27 公里	4C 级中国国内旅游支线机场	15.24	204	-4.4%
安庆天柱山机场	100%	1993 年 12 月 22 日	位于安徽省安庆市宜秀区，距安庆市中心 6.3 公里	4C 级中国国内军民合用支线机场	59.29	131	24.1%
唐山三女河机场	51.57%	2010 年 7 月 13 日	位于河北省唐山市高新技术开发区境内，距市中心 20 公里	4C 级军民合用支线机场	50.52	143	-12.0%
三沙永兴	100%	2016 年 12	位于海南省三沙市政府所在地永	4C 级军民合用机	7.14	220	22.5%

机场	月 22 日	兴岛	场			
满洲里西 67% 郊机场	2005 年 2 月 25 日	位于内蒙古满洲里市西南 9 公里处, 离中俄国界线最近距离约 7 公里	4D 级国际支线机场, 满足年旅客吞吐量 200 万人次的需求	37.51	163	-12.4%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2019 年, 三亚凤凰机场营收和旅客吞吐量均占整体机场业务收入的 78%左右, 是海航基础机场板块的核心资产。2019 年, 海航基础机场业务实现收入 17.97 亿元, 同比增长 0.81%; 旅客吞吐量、货邮吞吐量、起降架次分别为 2600 万人次、28.2 万吨、18 万架, 同比增长分别为 1.13%、-4.52%、2.62%。三亚凤凰机场实现收入 14.02 亿元, 同比下降 0.6%; 旅客吞吐量、货邮吞吐量、起降架次分别为 2016 万人次、9.98 万吨、12.33 万架, 同比增长分别为 0.62%、4.94%、1.48%。

表 8: 三亚凤凰机场是海航基础机场板块的核心资产

	2016	2017	2018	2019
<b>海航基础机场业务收入 (亿元)</b>	<b>17.62</b>	<b>16.84</b>	<b>17.83</b>	<b>17.97</b>
yoy		-4.41%	5.86%	0.81%
旅客吞吐量 (万人)	2058.36	2396	2571	2600
yoy	9.40%	16.41%	7.17%	1.13%
货邮吞吐量 (万吨)	11.67	28.2	29.5	28.2
yoy	4.60%	10.13%	4.54%	-4.52%
起降架次(万架)	14.84	16.5	17.5	18
yoy	9.40%	11.68%	6.09%	2.62%
国际及地区旅客吞吐量 (万人)	46.4	90.9	96.6	129
yoy		95.89%	6.66%	33.54%
<b>其中三亚凤凰机场:</b>				
<b>营业收入 (亿元)</b>	<b>11.49</b>	<b>13.95</b>	<b>14.11</b>	<b>14.02</b>
yoy		21.34%	1.13%	-0.60%
占比	65.25%	82.82%	79.12%	78.02%
旅客吞吐量 (万人)	1736.96	1938.99	2003.9	2016.37
yoy		11.63%	3.35%	0.62%
占比	84.39%	80.93%	77.94%	77.55%
货邮吞吐量 (万吨)	8.68	8.91	9.51	9.98
yoy		2.65%	6.73%	4.94%
占比	74.38%	31.60%	32.24%	35.39%
起降架次(万架)	11.46	12.16	12.15	12.33
yoy		6.11%	-0.08%	1.48%
占比	77.22%	73.70%	69.43%	68.50%

资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

公司参股 4 家机场, 包括: 海口美兰机场 (18.66%)、宜昌三峡机场 (49%)、东营胜利机场 (20%)、琼海博鳌机场 (52.52%)。

表 9: 海航基础参股 4 家机场

参股机场	持股比例	通航时间	地理位置	等级	2019 年旅	排名	YoY
------	------	------	------	----	---------	----	-----

					客吞吐量 (万人次)		
海口美兰机场	19%	1999年5月25日	位于三亚市西北11公里处, 名胜美景环布周围, 东面是美丽的“鹿回头”, 西边是闻名遐迩的“天涯海角”, 北靠凤凰山, 南临南中国海	4E级国内干线机场	2421.66	17	0.4%
东营胜利机场	20%	2001年11月28日	位于中国山东省东营市中心东北13公里处	4D级中国国内支线机场	88.01	111	27.4%
宜昌三峡机场	49%	1996年12月28日	位于三峡工程所在地--湖北省宜昌市, 机场距宜昌市中心26公里, 距三峡大坝55公里, 距离荆州古城70公里, 距荆门市86公里, 距神农架原始林区140公里, 南临长江黄金水道, 东临焦枝铁路	2018年3月23日开工的二期改扩建工程按4E级规划, 完成后满足年旅客吞吐量500万人次需求	326.39	52	10.7%
琼海博鳌机场	52.52%	2016年3月17日	位于中国海南省琼海市中原镇, 距琼海市区12千米, 距博鳌国际会议中心15千米, 距离博鳌动车站4公里, 距琼海动车站19公里, 博鳌站至海口动车站时间45分钟, 至三亚动车站1小时	4C级(博鳌亚洲论坛期间为4E)	55.87	135	1.5%

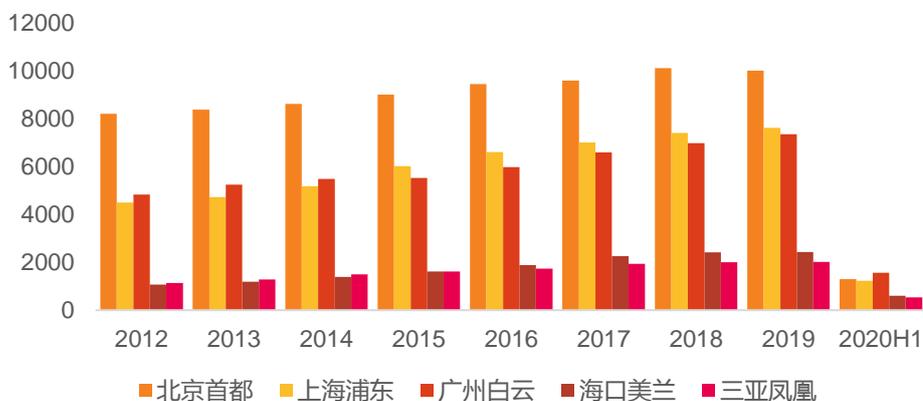
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

**海航集团保证公司的机场运营唯一主体地位。**目前, 海航集团下属的三亚新机场和博鳌机场尚未实际开展机场投资建设运营相关业务, 若未来两公司从事机场投资或运营, 则在符合各项法律法规的前提下, 海航集团将启动三亚新机场和博鳌机场的相关工作。

### 3.2. 海口、三亚机场扩容, 设计吞吐量将匹配旅游需求

2019年, 海口美兰机场的旅客吞吐量为2422万人次, 大约是北京首都机场的1/4, 是上海浦东机场以及广州白云机场的1/3, 是三亚凤凰机场的1.25倍。

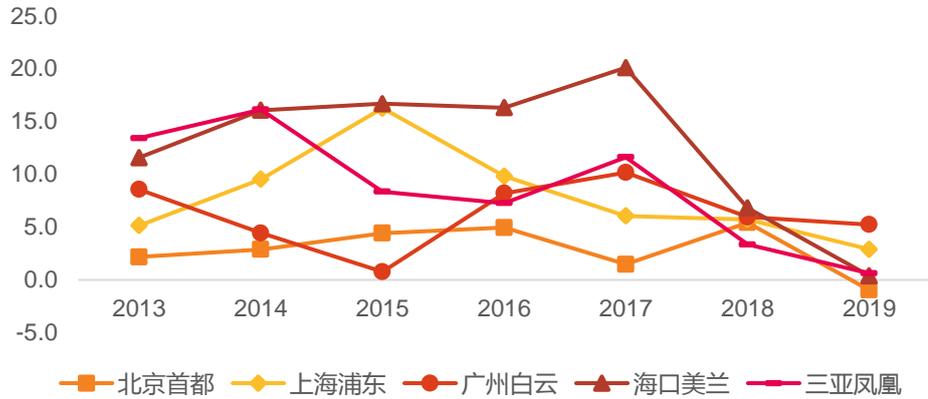
图 17: 各大机场历年旅客吞吐量 (万人次)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018/2019 年各机场增速普遍下滑。海口美兰机场 2018/2019 年旅客吞吐量增速分别为 6.8%/0.4%；三亚凤凰机场 2018/2019 年旅客吞吐量增速分别为 3.3%/0.6%。

图 18：各大机场历年旅客吞吐量（万人次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

海口、三亚接待过夜游客数量增速高于机场旅客吞吐量增速，说明海口、三亚机场旅客吞吐量增速下降是机场自身原因。三亚游客绝对数量与增速均高于海口，三亚 2018/2019 年接待过夜游客 2100/2287 万人次，同比增长 15%/9%；海口 2018/2019 年接待过夜游客 1665/1718 万人次，同比增长 12%/3%。

图 19：三亚旅游饭店接待过夜人数（万人次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：海口旅游饭店接待过夜人数（万人次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

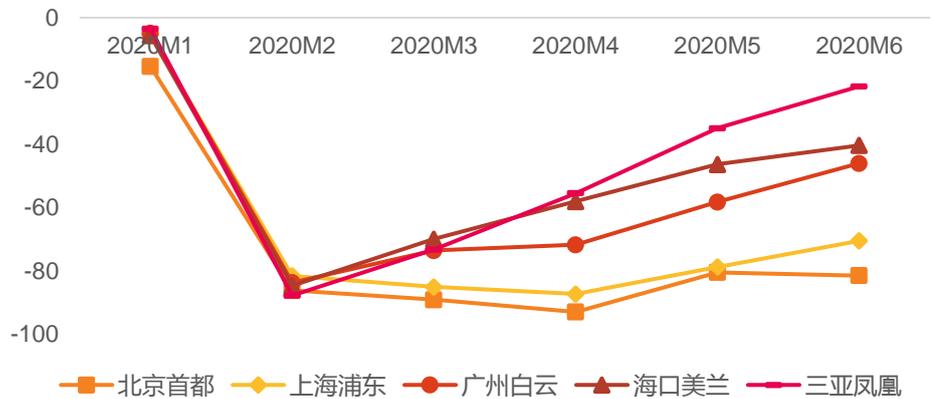
**三亚凤凰机场将满足年旅客吞吐量 2500 万人次需求。**2010 年凤凰机场二期扩建工程全部完工后，年设计旅客吞吐量达 600 万人次，但当年三亚机场吞吐量已达 929 万人次。2012 年，凤凰机场启动了三期扩建工程，2019 年末完工，完工后凤凰机场航站楼总面积达 10 万平方米，机坪数量增至 71 个，可满足年旅客吞吐量 2500 万人次、货邮吞吐量 71.50 万吨、航班起降 14.45 万架次。同时，自 2020 年 1 月 10 日起，高峰小时容量由 20 架次/小时提高至 25 架次/小时，为凤凰机场吞吐量增长提供保障。

**海口美兰机场二期有望于今年年底投入运营，满足年旅客吞吐量 3500 万人次需求。**(1) 美兰机场二期 T2 航站楼面积达 30 万平方米，与现有 T1 航站楼直线距离 550 米。主要由中心主楼、西南指廊、西北指廊、东南指廊、东北指廊 5 个部分组成。T2 航站楼设有 5 个值机岛、110 个值机柜台（国内 88 台，国际 22 台），国内安检通道 32 条、国际安检通道 12 条。商业总面积约 3.3 万平方米，其中免税商业面积达 1.06 万平方米。(2) 二期扩建项目新建最高等级的 4F 飞行区，包括一条长 3600 米的跑道，可起降世界最大型号的客机 A380。(3) 二期设计目标为 2025 年满足年旅客吞吐量 3500 万人次、年货邮吞吐量 40

万吨，实现航空、环岛高铁、城际轨道交通、高速公路等多种交通方式的便捷转换，成为海南自贸港对外经贸交流的重要门户，打造国际航空枢纽，助力海南自贸港建设。美兰机场二期目前已完成试飞，有望于年底投入运营。

疫情以来，三亚凤凰机场恢复最快，海口美兰机场次之，机场容量的提升将为旅客的恢复提供保障。7月三亚机场航班量和旅客吞吐量环比分别增长17.73%、30.28%，国内航班起降架次及旅客吞吐量已逐渐恢复至去年同期水平。

图 21：各大机场历年旅客吞吐量（万人次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

海口美兰机场整体收入略高于三亚凤凰机场，主要由免税业务贡献。2019年，海口/三亚机场分别实现收入15.5/13.7亿元，非航收入占比分别为54%/40%，美兰机场拥有免税店，因此非航收入占比更高。美兰机场免税店收入占非航收入29%，扣除免税部分，美兰机场航空：非航约为8:7，美兰机场非航收入比三亚机场高53%。主要原因是美兰机场航站楼面积接近15万平，单旅客吞吐量航站楼面积为62平米，而三亚凤凰机场已有航站楼面积为10.7万平，单旅客吞吐量航站楼面积为53平米。

海口美兰机场与三亚凤凰机场整体盈利能力相当。比较美兰机场和三亚凤凰机场的净利率情况，除财务费用及扣非的税前净利率均在40%左右（其中三亚凤凰机场2019年下降主要由于部分航站楼面积装修导致）。

表 10：三亚凤凰机场与美兰机场对比

	2017	2018	2019
<b>三亚凤凰机场总收入</b>	<b>13.4</b>	<b>13.7</b>	<b>13.7</b>
航空收入	7.4	7.9	8.2
非航收入	6.0	5.8	5.5
非航收入占比	45%	43%	40%
毛利率	56%	53%	48%
管理销售费用率	18%	18%	14%
除财务费用及扣非税前净利率	38%	36%	33%
<b>美兰机场总收入</b>	<b>14.5</b>	<b>16.7</b>	<b>15.5</b>
航空收入	8.3	9.2	7.1
非航收入	6.2	7.6	8.4
非航收入占比	43%	45%	54%
毛利率	43%	43%	47%
管理销售费用率	6%	4%	5%
除财务费用及扣非税前净利率	37%	38%	42%

资料来源：凤凰机场债券评级报告，天风证券研究所

## 4. 参股两家离岛机场免税店，分羹蓬勃发展的离岛免税市场

### 4.1. 美兰机场免税店贡献公司参股免税业务 90%收入

公司参股海口美兰机场免税店（49%）、海南海航中免（50%）、天津珠免（49%）。

海口美兰机场免税店有限公司由海航基础持股 49%，其余 51%由海南省免税品有限公司持有。海口美兰机场免税店是国内首家离岛机场免税店，拥有 300 个国际知名高端品牌，自 2011 年 12 月 21 日开业以来累计销售额超 100 亿元，年平均复合增长率 29.57%。未来，海口美兰机场免税店将推进新品牌引进工作，打造销售增长点，拓宽航空、OTA、会展、酒店等渠道市场，满足不同客户群体的需求。同时完成美兰机场 T1 临时店铺改造，整体店铺形象升级，推进美兰机场 T2 航站楼免税项目筹建工作，制定品牌规划调整，最大化发挥店铺销售潜力。2019 年公司获得 2018 年度分红 5200 万元。

海南海航中免免税品有限公司由海航基础持股 50%，其余 50%由中国中免持有。海南海航中免拥有 2 家机场口岸免税店和 7 家机上免税店（海口、西安、天津、北京、重庆、青岛、昆明），覆盖国际航线 67 条。三亚口岸店于 11 月 8 日重新装修并投入营业，店面整体形象大幅度提升，销售有明显增长。2019 年新增昆明机上免税店。

天津珠免商业有限公司由海航基础持股 49%，其余 51%由珠海免税持有。天津珠免为天津滨海国际机场入境免税店，主营烟酒、化妆品等便于携带的个人消费品。

**美兰机场免税店贡献公司参股免税业务 90%收入。**2019 年公司参股的免税业务实现收入 25.97 亿元，其中美兰机场免税店实现销售额 23.2 亿元，海口美兰机场免税店的线上平台“免税易购”，2019 年实现线上销售额达 2.26 亿元。2020 上半年，公司参股的免税业务实现收入 12.95 亿元，同比增长 1.49%。其中，美兰机场免税店实现收入 12.55 亿元，美兰免税的线上平台海南免税官方商城销售额达 3.57 亿元；海南海航中免 2020 年中实现收入 0.28 亿元；天津珠免实现收入 0.12 亿元。

### 4.2. 海口美兰机场免税店：美兰机场二期投入运营后免税收入有望提速

海口美兰机场免税店是全国首家机场离岛免税店。海口美兰机场免税店创立于 2011 年 12 月 21 日，由海南省免税品有限公司与海航集团共同投资组建，位于海口美兰国际机场候机楼隔离区内。目前共设缤纷生活馆、时尚休闲馆、奢表精品馆、美妆香氛馆、饰品鞋履馆五个区域，营业面积 3 万余平方米。以化妆品、香水、手表、箱包、服装服饰、太阳镜、糖果等产品为主，汇聚 300 多个国际知名品牌，亚洲最大机场免税手表专卖店及亚洲最大的机场免税巧克力屋均落户于此。

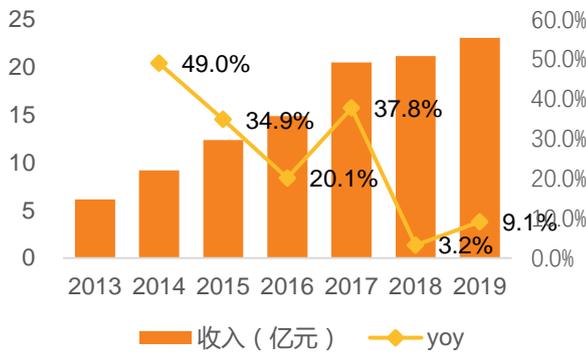
海口美兰机场免税店历经多次升级，总批复营业面积超 3 万平米。海口美兰机场免税店由两部分组成，一部分是位于海口美兰国际机场候机楼隔离区内的免税街，设东街、中街和西街，总批复营业面积为 1.25 万平米；另一部分是位于站前综合体项目负一层及一层的免税城，总批复经营面积为 1.8 万平方米。2011 年 12 月 21 日开业时营业面积仅为 2150 平方米，2013 年底提高至 4722 平方米，2014 年底提高至 5277 平方米。2015 年 3 月，国家财政部批准同意海口美兰机场免税店扩大营业面积 6396 平方米，总批复面积达到 1.25 万平方米。2015 年 11 月 18 日，海口美兰机场免税店西区正式开业，2015 年底营业面积提高至 7455 平方米。2016 年 11 月 22 日，国家财政部正式批复同意扩大海口美兰机场免税店营业面积，其中位于站前综合体项目负一层及一层的离岛免税店面积为 1.8 万平方米，扩大后总经营面积为 3.05 万平方米。2017 年 11 月 1 日，站前综合体免税店开业。目前实际营业面积约为 1.4 万平米。

优越的地理位置与“即买即提”的一站式购物服务是美兰机场店最大优势。机场作为旅客进出海南的第一站，具备了天然的商业优势。目前，美兰机场免税店是海南四家免税店中唯一支持即购即提的离岛免税店。

海口美兰机场免税店收入增长主要由购物人数提升驱动，近两年收入增速放缓。2019 年

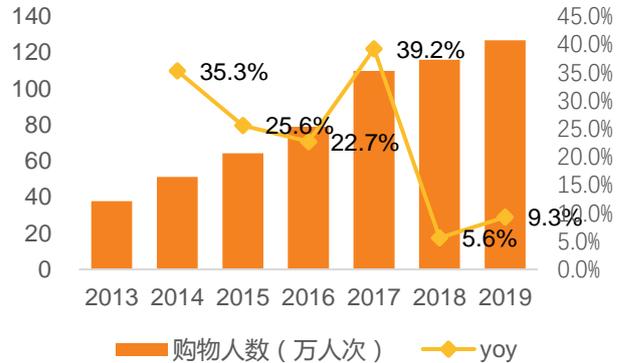
美兰机场免税店收入达 23.11 亿元，2018/2019 年同比增速分别为同比增加 3.2%/9.1%，此前增速均超过 20%。2019 年购物人次达 126.71 万人，同比增加 9.3%。收入变化和购物人次的变化趋势一致，客单价较为稳定，说明收入主要靠人数驱动。

图 22：美兰机场免税店销售收入（亿元）



资料来源：美兰空港公告，天风证券研究所

图 23：美兰机场免税店购物人次（万人）



资料来源：美兰空港公告，天风证券研究所

美兰机场二期投入运营后，随着游客吞吐量快速增长，免税业务增长有望提速。美兰机场免税店近两年收入增速下滑与机场游客吞吐量已达设计上限有关。美兰机场作为海南的门户机场，二期项目建成后，可保障年旅客吞吐量 3500 万人次（最高 4500 万人次），并将形成南北双跑道运行格局，建成立体交通网络，进一步促进出行的便利化及海南离岛免税业务发展。同时，新建的 T2 航站楼考虑旅客购买海南离岛免税品的需求，在航站楼 3 层出发厅规划中央商业街，街道两边免税店全景式呈现，同时优化旅客购物动线设计及店铺布局，可以让旅客用最短的时间获得最充分的购物体验。目前，海口美兰国际机场二期扩建项目主体工程已完工并完成试飞，有望于今年年底投入运营。

机场免税店客单价明显低于市内店。美兰机场免税店客单价维持在 1800-1900 元左右，明显低于三亚市内店 4700-4800 元左右的客单价，且有下滑趋势。原因在于机场店面积较小，购物体验略逊于市内店，且机场店通常是游客离岛前购物的最后一站，承担补购功能。未来随着新机场投入运营，站前综合体免税店品牌效应的提高，客单价有提升空间。

图 24：美兰机场免税店客单价（元）



资料来源：美兰空港公告，天风证券研究所

图 25：三亚国际免税城客单价（元）



资料来源：美兰空港公告，天风证券研究所

受益于机场稳定的客流量，美兰机场免税店自开业起坪效就维持在较高水平。按 1.4 万平经营面积计算，2019 年坪效为 16.5 万元/平米。

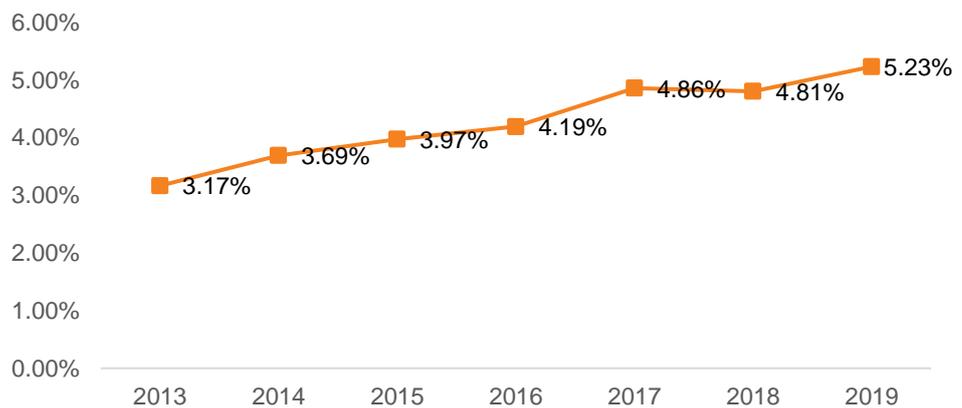
图 26：美兰机场免税店和三亚国际免税城坪效（万元/平米）



资料来源：美兰空港、中国中免公告，天风证券研究所

**美兰机场免税店购物渗透率逐年提升。**美兰机场免税店购物渗透率(免税购物人数/机场吞吐量)逐年上升,由2013年的3.17%增加到2019年的5.23%,门店的吸引力和品牌力不断上升。此后购物渗透率叠加客流上升,销售额有望快速增长。

图 27: 美兰机场免税店购物渗透率逐年提升

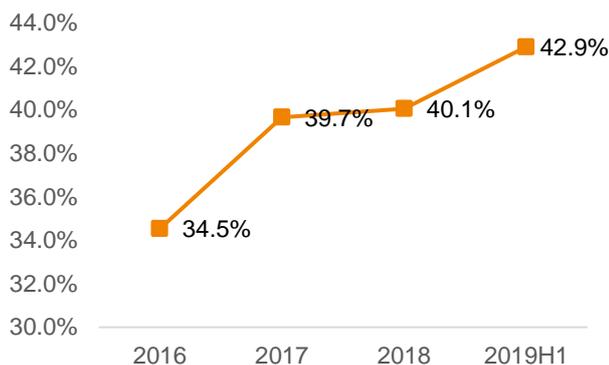


资料来源：美兰空港、中国中免公告，天风证券研究所

**海免海口美兰机场免税店相比市内店利润率更低,但有上升趋势。**海口美兰机场免税店由海免海口美兰机场免税店有限公司,公司2019年H1毛利率为42.9%,比2016年提升8.4个百分点,呈现出一定的规模效应。公司销售费用率较高,维持在25%-26%附近;海免(海口)免税店公司负责运营海口日月广场免税店,2019年H1销售费用率为11%;琼海海中免免税品公司负责运营博鳌东屿岛免税店,2019年H1销售费用率为12.8%。公司销售费用率比市内免税店运营商高出1倍,原因是机场的特许权使用费较高。得益于更强的规模效应和更高的管理效率,公司营业利润率由2016年的4.4%提升至2019年H1的10.7%,净利率由2016年的2.6%提升至2019年H1的8%。

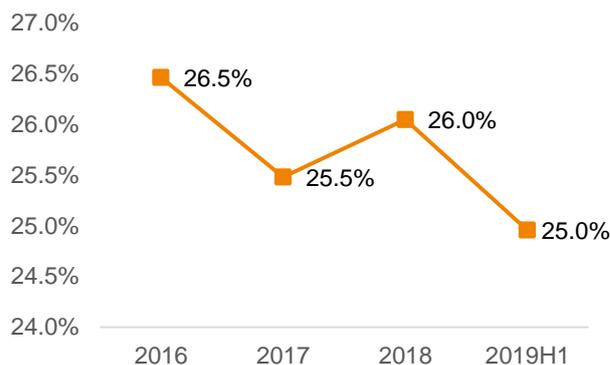
图 28: 海免海口美兰机场免税店有限公司毛利率

图 29: 海免海口美兰机场免税店有限公司销售费用率



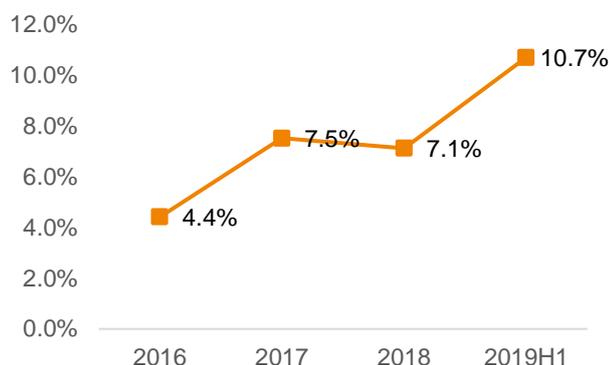
资料来源：中国中免公告，天风证券研究所

图 30：海免海口美兰机场免税店有限公司营业利润率

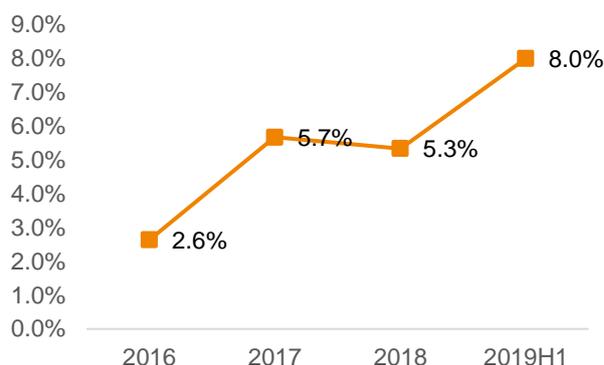


资料来源：中国中免公告，天风证券研究所

图 31：海免海口美兰机场免税店有限公司净利率



资料来源：中国中免公告，天风证券研究所



资料来源：中国中免公告，天风证券研究所

### 4.3. 参股新三亚凤凰机场免税店，未来将贡献公司免税业务增量

中国中免与海航基础控股公司（持股 49%）设立中免凤凰机场免税店有限公司。根据 2020 年 9 月中国中免公司公告，公司董事会同意公司全资子公司中免集团三亚市内免税店（持股比例 51%）有限公司与三亚临空实业投资开发有限公司（持股 49%）以现金方式共同投资人民币 1 亿元设立中免凤凰机场免税店有限公司，并同意按照有关规定和要求申请离岛免税经营权。免税店合资方三亚临空实业投资开发有限公司是三亚凤凰机场有限责任公司的全资子公司，其由海航基础控股。根据海南省要求，计划于 11 月 28 日前开业。

中免凤凰机场免税店的股权模式与美兰机场免税店类似，预计扣点方式一致。美兰机场免税店于 2011 年开业，由海免（持股 51%）和海航基础（持股 49%）共同设立。海免已被中免收购，海免与海航基础有美兰机场免税店的合作基础，预计三亚机场免税店进展顺利。美兰机场免税店 2013-2017 年扣点率在 11%-15%，预计三亚机场免税店与其保持一致。

## 5. 盈利预测和估值

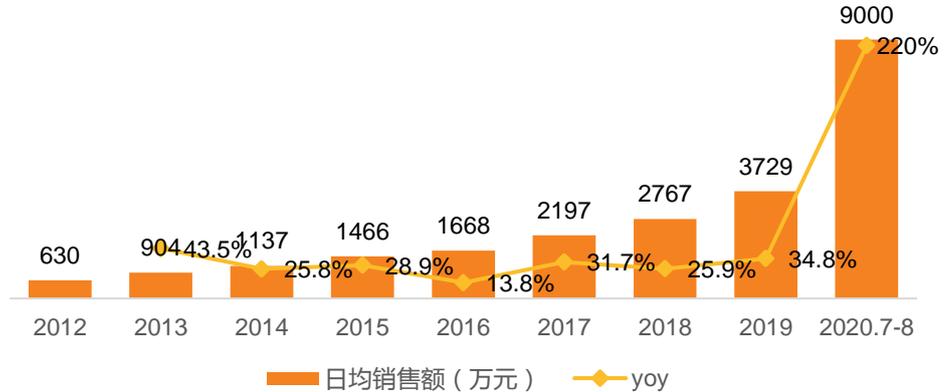
### 5.1. 7、8 月份离岛免税销售同比增长 2.2 倍，未来还将持续扩容

2020 年 7 月 1 日起，海南离岛免税新政策实施。购物额度放宽至每年每人 10 万元，取消单件商品 8000 元的限额。品类增加到 45 种，新增电子消费产品、平板电脑、手机、酒类等消费者喜爱的 7 大品类，化妆品购物件数限制由 12 件增加至 30 件，手机限购 4 件，酒类合计不超过 1500 毫升，其余品类均无件数限制。

7、8 月份，离岛免税购物金额同比增长 2.2 倍。7 月 1 日至 8 月 31 日，海关共监管离岛免税购物金额接近 56 亿元（62 天），日均购物金额为 9000 万元，较去年同期增长 2.2 倍。

过去 3 年，离岛免税销售额的增速在 30%左右，2019 年日均销售额为 3729 万元，目前日均销售额是 2019 年平均水平的 2.41 倍。

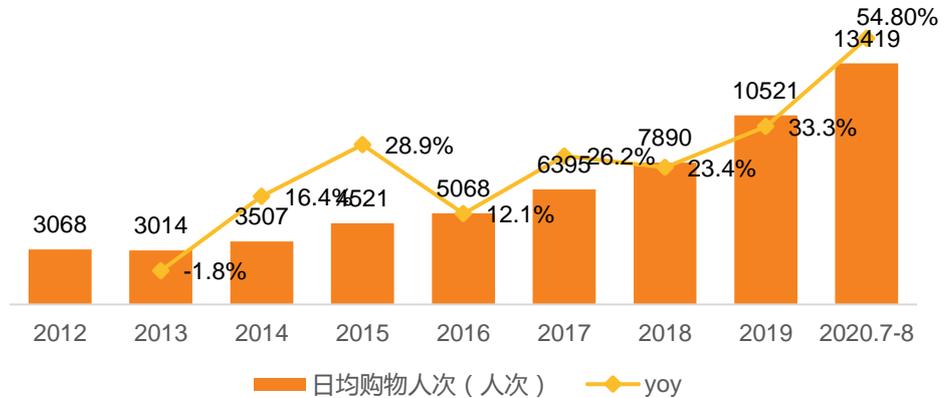
图 32：7、8 月份离岛免税购物金额 62 天 56 亿元，同比增长 2.2 倍



资料来源：美兰空港、中国中免公告，天风证券研究所

7、8 月份，离岛免税购物人次同比增长 54.8%，占离岛旅客总人次的 29%。7 月 1 日至 8 月 31 日，海关共监管离岛免税购物旅客 83.2 万人次，日均购物游客达 1.34 万人次，较去年同期增长 54.8%。7 月，海南离岛旅客约 160 万人次，其中在免税店购买免税品有 46.7 万人次，占离岛旅客总人次的 29%（去年同期仅为 12%），渗透率明显提升。2019 年离岛免税日均购物人次为 1.05 万人，最新购物人次已接近 2019 年平均水平的 2 倍。

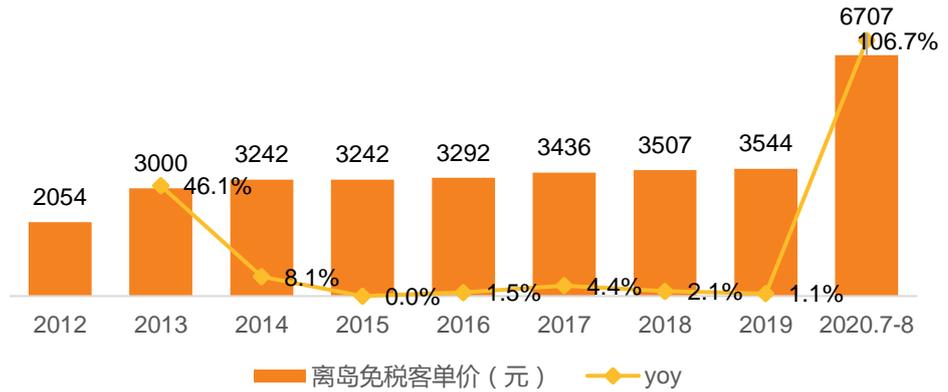
图 33：7、8 月份离岛免税购物离岛免税购物人次同比增长 54.8%



资料来源：美兰空港、中国中免公告，天风证券研究所

7、8 月份，离岛免税销售客单价同比增长 107%。7 月 1 日至 8 月 31 日，离岛免税销售客单价为 6707 元，较去年同期增长 106.72%。化妆品购买量、购买额均居首位，对积极引导海外高档商品消费回流发挥了重要作用。过去 5 年，离岛免税客单价的增速非常缓慢，除 2017 年增速为 4.4%外，其余年份增速在 1-2%附近，2019 年平均客单价为 3544 元，目前客单价接近 2019 年的 2 倍。

图 34：7、8 月份离岛免税购物客单价同比增长 107%



资料来源：美兰空港、中国中免公告，天风证券研究所

**离岛免税政策驱动卓有成效，呈现量价齐升，增长健康可持续。**政策刺激下海南岛免税消费已迎来持续扩容升级，看好国内免税截流境外消费。我们预计离岛免税市场 20-22 年市场规模为 290/526/817 亿元，同比增长 113%/81%/55%。

## 5.2. 公司盈利预测

假设：

- 1) 考虑到疫情影响，但海南旅游恢复较为乐观，假设公司 20-22 年房地产业务增速分别为 -22%/20%/12%，机场业务增速分别为 -12%/30%/35%。
- 2) 假设离岛免税总规模 2020-2022 年分别为 290/526/817 亿元，20-22 年离岛免税机场店占比分别为 15.5%/25%/30%，美兰机场免税店市占率为 15%/15%/18%，三亚机场免税店市占率为 0.5%/10%/12%。对于机场免税店而言，流量是核心，2019 年，三亚凤凰机场的客流量大约是海口美兰机场的 0.8 倍，但未来三亚机场设计容量显著低于美兰机场，预计三亚机场免税店 21-22 年能实现美兰机场免税店销售规模的 2/3。

表 11：公司收入分业务板块预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>总收入 (亿元)</b>	<b>99.37</b>	<b>111.57</b>	<b>116.56</b>	<b>115.26</b>	<b>93.42</b>	<b>113.41</b>	<b>132.34</b>
yoy	15%	9%	-1%	-7%	-19%	21%	17%
毛利率(%)	28.60%	35.36%	49.62%	36.30%	35.80%	36.30%	37.30%
<b>房地产业务</b>							
收入	65.83	68.45	88.23	87.22	68.0	81.6	91.4
yoy		3.99%	28.90%	-1.15%	-22%	20%	12%
<b>机场业务</b>							
收入	17.62	16.84	17.83	17.97	15.81	20.56	27.75
yoy		-4.41%	5.86%	0.81%	-12%	30%	35%
<b>物业管理业务</b>							
收入	10.85	7.93	7.95	6.97	6.28	7.53	9.04
yoy		-26.94%	0.31%	-12.31%	-10%	20%	20%
<b>工程咨询设计、工程代建管理业务</b>							
收入	4.06	17.37	0.94	1.13	1.13	1.30	1.50
yoy		327.67%	-94.61%	21.02%	0%	15%	15%

**其他主营业务**

收入	1.01	0.98	1.61	1.97	2.16	2.38	2.62
yoy		-2.67%	64.04%	22.04%	10%	10%	10%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

由于公司有较大比例的合营企业和联营企业，投资收益占利润总额份额较高，我们对三家核心、高增长联营企业作出预测。包括美兰机场有限公司（持股 18.66%）、美兰机场免税店有限公司（持股 49%）、三亚凤凰机场免税店有限公司（持股 49%）。

**表 12：公司重要联营企业盈利预测**

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>美兰机场（公司持股 18.66%）</b>							
收入（亿元）	11.93	14.74	16.77	15.49	13.8	23.21	27.59
yoy		23.53%	13.81%	-7.64%	-12.46%	68.19%	18.90%
净利润（亿元）	3.93	4.84	6.22	5.75	3.90	5.59	8.57
yoy		23.29%	28.40%	-7.50%	-32.22%	43.42%	53.28%
<b>美兰机场免税店（公司持股 49%）</b>							
收入（亿元）	14.89	20.52	21.18	23.11	43.57	78.92	147.02
yoy					88.5%	81.1%	86.3%
净利润（亿元）					3.92	7.89	14.70
yoy						101.3%	86.3%
<b>三亚凤凰机场免税店（公司持股 49%）</b>							
收入（亿元）					1.45228	52.61	98.02
yoy						3522.8%	86.3%
净利润（亿元）					0.04	2.63	5.88
yoy						7145.5%	123.6%
归属公司净利润（亿元）					2.67	6.20	11.69

资料来源：公司公告天风证券研究所

公司持有海南省尤其是海口市大量优质地产和物业，深度参与海南两大机场和离岛免税业务，受益于海南自贸港建设和离岛免税业务发展。预计 20-22 年公司实现营业收入 93/113/132 亿元，对应 -19%/+21%/+17%yoy；20-22 年实现归母净利润 7.4/6.3/10.8 亿元，对应 -161%/-14%/+71%yoy，对应 PE 为 46 × /53 × /31 ×；2020 年净资产为 265.9/268.8/273.2 亿元，对应 PB 为 1.40X/1.38X/1.36X。我们选取和公司体量接近且有类似业务的上市公司上海机场、首都机场、美兰空港作为可比公司，运用相对估值法对公司进行估值。上述三家可比公司 2020 年预测 PB 平均值为 2.35。鉴于往年海航基础的 PB 略低于行业平均值，我们给予公司 2.26XPB，对应市值 600 亿。首次覆盖，给予买入评级。

**表 13：可比公司 PB**

	2016	2017	2018	2019	2020E
上海机场	2.29	3.45	3.46	4.74	5.5
首都机场	1.55	2.19	1.36	1.26	1.16

美兰空港	0.82	0.80	0.58	0.48	0.4
行业平均	1.55	2.15	1.80	2.16	2.35
海航基础	1.33	1.46	0.59	0.75	2.26

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 风险提示：

①**政策调控风险**：公司第一大主业仍为房地产行业，受房地产整体政策调控影响，整体市场趋于平稳，房地产投资将进一步下降；公司另一大主业为机场业务，国家若对民航业的监管与发展政策进行调整，比如收费政策、航权政策、机场管理模式的导向政策、机场布局与产业规划政策等，都可能对公司机场业务产生影响；公司的工程、免税等业务在一定程度上也受到政策调控的影响。

②**海南旅游业恢复不及预期**：目前我国新冠病毒疫情已经在很大程度上得到控制，海南旅游业发展顺利，若旅游业发展不及预期，则会给公司航空及免税业务带来不利影响。

③**公司债务担保风险**：公司、公司子公司、海航集团其他公司之间有较大比例的连带责任担保，如若发生违约，容易产生财务风险。

④**关联方逾期担保及资金占用风险**：2019年，公司因关联方担保金融超过规定比例及关联方资金占用问题，受到上交所及证监会处罚，同时公司存在担保逾期问题，存在一定财务风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	15,600.50	10,330.30	747.35	907.29	1,058.75
应收票据及应收账款	3,781.57	3,168.05	1,737.33	3,976.33	2,691.12
预付账款	232.55	96.75	1,284.86	636.70	602.31
存货	29,742.15	24,125.03	36,356.79	28,847.15	41,241.70
其他	5,654.73	2,634.57	2,272.24	4,752.13	3,114.66
<b>流动资产合计</b>	<b>55,011.50</b>	<b>40,354.70</b>	<b>42,398.58</b>	<b>39,119.60</b>	<b>48,708.54</b>
长期股权投资	13,712.24	7,282.67	7,282.67	7,282.67	7,282.67
固定资产	7,014.18	7,073.80	7,007.41	6,842.73	6,606.07
在建工程	506.25	688.21	448.93	317.36	220.41
无形资产	1,734.56	1,687.69	1,641.94	1,596.18	1,550.43
其他	15,966.39	24,436.22	20,160.93	37,299.24	24,937.05
<b>非流动资产合计</b>	<b>38,933.62</b>	<b>41,168.60</b>	<b>36,541.87</b>	<b>53,338.18</b>	<b>40,596.64</b>
<b>资产总计</b>	<b>93,945.12</b>	<b>81,523.30</b>	<b>78,940.47</b>	<b>92,457.83</b>	<b>89,305.21</b>
短期借款	4,374.62	2,973.29	4,283.33	5,898.72	7,540.37
应付票据及应付账款	8,376.55	7,759.02	7,322.59	11,116.43	8,870.57
其他	27,214.97	28,511.73	22,370.03	29,809.56	26,527.72
<b>流动负债合计</b>	<b>39,966.13</b>	<b>39,244.05</b>	<b>33,975.95</b>	<b>46,824.71</b>	<b>42,938.65</b>
长期借款	6,231.41	5,474.72	4,718.02	3,961.33	3,961.33
应付债券	3,787.86	3,791.05	3,624.08	3,734.33	3,716.49
其他	7,189.84	4,980.86	5,146.58	5,772.43	5,299.96
<b>非流动负债合计</b>	<b>17,209.11</b>	<b>14,246.64</b>	<b>13,488.68</b>	<b>13,468.09</b>	<b>12,977.77</b>
<b>负债合计</b>	<b>57,175.25</b>	<b>53,490.69</b>	<b>47,464.63</b>	<b>60,292.80</b>	<b>55,916.43</b>
少数股东权益	5,770.39	4,655.30	4,725.41	4,781.94	4,924.91
股本	3,907.59	3,907.59	3,907.59	3,907.59	3,907.59
资本公积	21,858.61	22,135.67	22,135.67	22,135.67	22,135.67
留存收益	27,189.72	22,104.89	22,842.84	23,475.50	24,556.28
其他	(21,956.44)	(24,770.85)	(22,135.67)	(22,135.67)	(22,135.67)
<b>股东权益合计</b>	<b>36,769.87</b>	<b>28,032.61</b>	<b>31,475.84</b>	<b>32,165.03</b>	<b>33,388.78</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>93,945.12</b>	<b>81,523.30</b>	<b>78,940.47</b>	<b>92,457.83</b>	<b>89,305.21</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,840.68	(1,485.14)	737.95	632.66	1,080.78
折旧摊销	378.49	386.96	411.43	422.01	429.35
财务费用	1,753.04	2,061.68	1,685.93	1,936.02	2,175.84
投资损失	(1,619.71)	258.62	(1,501.10)	(1,579.95)	(1,707.78)
营运资金变动	8,575.69	(11,424.79)	(8,636.85)	13,810.23	(17,569.90)
其它	(4,924.21)	12,515.33	73.55	57.53	146.28
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,003.98</b>	<b>2,312.65</b>	<b>(7,229.10)</b>	<b>15,278.50</b>	<b>(15,445.43)</b>
资本支出	(2,732.05)	(3,671.98)	(105.71)	(545.85)	522.47
长期投资	2,161.62	(6,429.56)	0.00	0.00	0.00
其他	3,236.00	8,174.98	(1,491.42)	(13,816.00)	15,074.38
<b>投资活动现金流</b>	<b>2,665.57</b>	<b>(1,926.57)</b>	<b>(1,597.13)</b>	<b>(14,361.85)</b>	<b>15,596.85</b>
债权融资	23,127.31	24,515.72	22,813.46	23,993.75	26,172.86
股权融资	(4,063.23)	(4,004.20)	976.58	(1,908.69)	(2,148.51)
其他	(36,021.06)	(24,631.39)	(24,546.76)	(22,841.78)	(24,024.33)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(16,956.98)</b>	<b>(4,119.88)</b>	<b>(756.71)</b>	<b>(756.72)</b>	<b>0.03</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(8,287.43)</b>	<b>(3,733.79)</b>	<b>(9,582.95)</b>	<b>159.94</b>	<b>151.45</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>11,656.36</b>	<b>11,526.44</b>	<b>9,341.92</b>	<b>11,341.13</b>	<b>13,234.31</b>
营业成本	5,872.46	7,341.82	6,090.52	7,223.79	8,297.32
营业税金及附加	1,935.67	1,335.39	1,075.04	1,500.78	1,602.51
营业费用	171.32	178.09	174.42	184.55	222.31
管理费用	734.32	659.81	546.60	675.75	773.49
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	1,538.17	1,771.25	1,685.93	1,936.02	2,175.84
资产减值损失	554.50	(12.31)	179.82	240.67	136.06
公允价值变动收益	11.89	(49.84)	(0.25)	0.04	0.06
投资净收益	1,619.71	(258.62)	1,501.10	1,579.95	1,707.78
其他	(4,252.59)	1,515.72	(3,001.70)	(3,159.97)	(3,415.67)
<b>营业利润</b>	<b>3,470.92</b>	<b>(954.89)</b>	<b>1,090.45</b>	<b>1,159.55</b>	<b>1,734.61</b>
营业外收入	11.38	6.68	10.21	9.42	8.77
营业外支出	366.20	181.25	198.86	248.77	209.63
<b>利润总额</b>	<b>3,116.10</b>	<b>(1,129.46)</b>	<b>901.79</b>	<b>920.20</b>	<b>1,533.75</b>
所得税	1,275.42	355.68	90.05	230.05	306.75
<b>净利润</b>	<b>1,840.68</b>	<b>(1,485.14)</b>	<b>811.74</b>	<b>690.15</b>	<b>1,227.00</b>
少数股东损益	(44.77)	(272.23)	73.80	57.49	146.22
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,885.45</b>	<b>(1,212.91)</b>	<b>737.95</b>	<b>632.66</b>	<b>1,080.78</b>
每股收益(元)	0.48	(0.31)	0.19	0.16	0.28

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	4.48%	-1.11%	-18.95%	21.40%	16.69%
营业利润	21.09%	-127.51%	-214.20%	6.34%	49.59%
归属于母公司净利润	-5.41%	-164.33%	-160.84%	-14.27%	70.83%
<b>获利能力</b>					
毛利率	49.62%	36.30%	34.80%	36.30%	37.30%
净利率	16.18%	-10.52%	7.90%	5.58%	8.17%
ROE	6.08%	-5.19%	2.76%	2.31%	3.80%
ROIC	7.72%	3.79%	14.05%	6.96%	17.43%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	60.86%	65.61%	60.13%	65.21%	62.61%
净负债率	20.47%	50.60%	70.10%	71.78%	75.22%
流动比率	1.38	1.03	1.25	0.84	1.13
速动比率	0.63	0.41	0.18	0.22	0.17

营运能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
应收账款周转率	3.64	3.32	3.81	3.97	3.97
存货周转率	0.37	0.43	0.31	0.35	0.38
总资产周转率	0.13	0.13	0.12	0.13	0.15

每股指标(元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.48	-0.31	0.19	0.16	0.28
每股经营现金流	1.54	0.59	-1.85	3.91	-3.95
每股净资产	7.93	5.98	6.85	7.01	7.28

估值比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率	17.91	-27.84	45.75	53.36	31.24
市净率	1.09	1.44	1.26	1.23	1.19
EV/EBITDA	3.62	5.72	12.67	6.92	8.96
EV/EBIT	3.91	6.90	14.55	7.86	9.94

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com