

商业贸易

证券研究报告

2021年09月27日

*ST 基础：重整再出发围绕免税+机场布局，借由政策红利有望积极恢复

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《商业贸易-行业点评:出资人权益调整方案多方受益,充分维护中小股东利益》2021-09-16
- 《商业贸易-行业点评:医美化妆品21H1表现持续靓丽,行业变革孕育新机遇》2021-09-16
- 《商业贸易-行业点评:超百:二季度经营再度下行,会计准则变更影响多个财务数据表现,关注新模式发展和社区团购冲击弱化》2021-09-14

确定海发控为战略投资者，未来围绕免税+机场业务。海航基础确定海发控为战投，公布出资人权益调整方案，重整计划或有利于改善公司的资产负债结构，提高公司的盈利能力。若重整成功，海航基础将逐步退出房地产开发业务，以机场发展及免税商业发展为两大核心业务展开。受疫情和破产重整影响，公司营业收入和归母净利润波动较大，地产业务逐年缩减。

参股投资+物业租赁参与免税，尽享离岛免税政策调整红利。自2020年7月1日离岛免税新政实施至今年6月30日，离岛免税销售额连续多月创新高，海关监管离岛免税购物金额468亿元、同比增长226%。21H1参股投资免税业务收入32.5亿元，同增151%，美兰、凤凰机场免税二期项目均有望年内开业，预计将持续为公司带来免税增量。物业租赁免税项目发展态势良好，全新竞争格局预计在海口打开免税新局面。

继续把握海南自贸港政策机遇，转型临空产业。2021年上半年，公司地产业务实现营业收入7.54亿元，同比下滑59.70%，签约销售面积约为6.31万平方米，签约销售额约10.21亿元。公司地产业务下降明显，主要原因为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。公司积极响应海南省自由贸易港政策，持续提升优质资产价值。

参控股三亚、海口机场，发展非航产业迅速恢复盈利能力。公司控股8家机场，通过子公司参股3家机场，通过管理输出2家机场，涵盖了海南三家机场。三亚机场和海口机场持续扩容，并积极发展非航业务，拉动机场免税业在航空业务低谷期持续增长，有望帮助公司走出疫情泥淖，回归正常水平。

投资建议：公司持有海南大量优质资产，深度参与两大机场和离岛免税业务，率先受益于海南自贸港建设和离岛免税业务发展。公司持有物业打造自贸港高端总部经济中心和免税商业中心，是自贸港核心地段物业持有者，有望首先受益于海南自贸港建设。同时，免税政策调整持续助力海南免税业务扩容升级，海南免税全新竞争格局将大力促进国际旅游消费中心建设。公司通过参股、场地租赁形式经营多家免税门店，预计未来随着离岛免税业务格局进一步打开，公司将持续获得业绩增量。

风险提示：政策调控风险，海南旅游业恢复不及预期，公司重组方案变动风险，高层人员变动风险，被实施退市风险警示或终止上市的风险，关联公司债务重组的其他风险等

内容目录

1. 重整后公司再出发，未来将围绕免税+机场业务	4
1.1. 破产重整海发控确认为公司战略投资者	4
1.2. 未来围绕免税和机场业务布局	5
1.3. 负债率上升，货币资金同比增长明显	7
2. 参股投资+物业租赁参与免税，尽享离岛免税政策调整红利	7
2.1. 政策调整充分释放消费潜力	7
2.2. 美兰机场免税多措并举提升销售，二期项目有望年内开业助力免税发展提速	8
2.3. 凤凰机场免税营业半年收入近 5 亿，二期预计年底开业持续贡献免税增量	9
2.4. 海控免税二期坐落日月广场，全新竞争格局带动海口消费	9
3. 继续把握海南自贸港政策机遇，转型临空产业	10
3.1. 海航基础逐步从传统房地产行业向临空产业开发战略转型	10
3.2. 公司土地储备市价超百亿，分布全国七省	12
3.3. 海口市为公司地产出租重点片区，推行安居型商品住房和长租房	12
3.4. 坐拥核心商圈，未来海南自贸港建设首先受益	13
4. 参控股三亚、海口机场，发展非航产业迅速恢复盈利能力	14
4.1. 海航基础参控股、管理输出全国 13 家机场，海南三机场均在囊中	14
4.2. 海口、三亚机场扩容，恢复速度在国内领先	16
5. 投资建议	19
6. 风险提示	19

图表目录

图 1: 海航基础历史沿革	4
图 2: 海航基础 2017-2021H1 营业收入（亿元）	5
图 3: 海航基础业务拆分（亿元）	5
图 4: 海航基础毛利率	6
图 5: 海航基础分业务毛利率	6
图 6: 海航基础 2017-2020H1 归母净利润（亿元）	6
图 7: 海航基础投资收益与利润总额对比	6
图 8: 海航基础资产负债率	7
图 9: 海航基础现金净流量与货币资金	7
图 10: 2018-2021H1 免税商品销售额及同比	8
图 11: 2018-2021H1 免税商品销售数量及同比	8
图 12: 2018-2021H1 免税商品购买旅客人次及同比	8
图 13: 2018-2021H1 免税商品人均客单价及同比	8
图 14: 美兰二期扩建项目进展	9
图 15: 美兰机场免税店线下收入	9
图 16: 海控全球精品（海口）免税城一期启幕仪式	9

图 17: 海控全球精品（海口）免税城二期	9
图 18: 海航基础业务拆分（亿元）	11
图 19: 日月广场效果图	13
图 20: 海航基础机场收入与三亚机场营收及 yoy（亿元）	15
图 21: 海航基础与三亚机场旅客吞吐量及 yoy（万人次）	15
图 22: 各大机场历年旅客吞吐量（万人次）	16
图 23: 各大机场历年旅客吞吐量同比增速（%）	16
图 24: 三亚旅游饭店接待过夜人数（万人次）	17
图 25: 海口旅游饭店接待过夜人数（万人次）	17
图 26: 各大机场疫情后吞吐量同比增速（%）	17
图 27: 美兰机场收入占比	18
图 28: 美兰机场各部分收入同比增速	18
图 29: 美兰机场归母净利润与归母净利率（万元）	18
表 1: 新批复 6 家免税店详情	10
表 2: 海航基础临空业务概况	10
表 3: 海航基础 2020 年末持有待开发土地情况	12
表 4: 海航基础 2020 年海南省房屋出租情况	12
表 5: 海航基础控股 8 家机场	14
表 6: 三亚凤凰机场是海航基础机场板块的核心资产	15

1. 重整后公司再出发，未来将围绕免税+机场业务

1.1. 破产重整海发控确认为公司战略投资者

2021年1月29日，因不能清偿到期债务，相关债权人向法院申请对海航集团有限公司破产重整。随后，海航基础及下属20家子公司同时被相关债权人申请破产重整。

9月13日，海航基础发布《关于海航集团机场板块战略投资者招募进展的公告》，**确定海南省发展控股有限公司为海航集团机场板块战略投资者**。若投资完成，战略投资者可能成为公司控股股东。

同日发布《出资人权益调整方案》。由于资不抵债，为挽救海航基础避免其破产清算，出资人和债权人需共同分担实现公司重整的成本。该方案实施完成后，**海航基础股东及其关联方非经营性资金占用、未披露担保问题以及业绩补偿的履行问题有望得到解决，解决了上市公司合规性问题，维护了中小股东利益**。重整计划将有利于改善公司的资产负债结构，减轻或消除历史负担，提高公司的盈利能力和可持续发展能力。

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。截止2021年6月底，公司前三大股东分别为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%）、泰达宏利基金-浦发银行-兴业国际信托-兴业信托·锦馨八号集合资金信托计划（3.16%）。如顺利重整，海航集团老股东团队及慈航基金会在海航集团及成员企业权益将全部清零，

不再拥有相关股权。

1.2. 未来围绕免税和机场业务布局

公司业务范围包括地产、机场、物业、免税、飞行训练、酒店等，下属成员企业过百家。若重整成功，海航基础将逐步退出房地产开发业务，以机场发展及免税商业发展为两大核心业务展开。

(1) 地产业务。上半年主要方向为继续推进存量住宅及临空产业园区项目的投资开发，对存量住宅、写字楼和公寓等开发库存的销售，以及临空产业园区及投资性房地产的出租与管理。

(2) 机场业务。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。公司共控股 8 家机场：三亚凤凰机场、安庆天柱山机场、唐山三女河机场、潍坊南苑机场、营口兰旗机场、满洲里西郊机场、琼海博鳌机场、德国法兰克福哈恩机场。公司通过子公司参股 3 家机场：海口美兰机场、宜昌三峡机场、东营胜利机场。公司管理输出 2 家机场：松原查干湖机场、三沙永兴机场。

(3) 物业业务。公司物业业务在管项目共计 166 个，管理面积逾 1500 万平方米。公司物业业务专注于大型临空临港产业园、学校医院政府企事业单位、住宅商业写字楼及餐饮服务、资产管理服务，提供物业基础服务和包括资产托管、家政维修、保洁等在内的增值服务。

(4) 免税业务。海航基础参与免税业务的方式主要有参股投资形式和自持物业提供场地租赁形式。参股投资形式的免税业务：海免海口美兰机场免税店（离岛免税）、中免凤凰机场免税店（离岛免税）、海南海航中免（口岸免税）；自持物业提供场地租赁形式的免税业务：cdf 海口日月广场免税店、海控全球精品（海口）免税城、三亚凤凰机场提货点、cdf 返岛提货点、博鳌机场提货点。

(5) 飞行训练业务。天羽飞训是一家综合型现代航空训练服务企业，现有海口、三亚、昆明、北京等训练基地，主要从事飞行、乘务及其他航空特业人员的模拟机训练、模拟机维护及维修业务。公司业务以助力海南自贸港建设为主要方向，积极开拓飞行训练市场、新增训练基地布局，同时注重训练业务拓展工作，大力推进研学产品、航空体验市场开发等。该业务为公司 2020 年新业务。

(6) 酒店业务。公司酒店业务集商务出差和休闲度假为一体，经营实体为海南迎宾馆，坐落于海口市国兴 CBD 中心区，与海口最大的商业综合体日月广场临街相望，毗邻 cdf 海口日月广场免税店和海控全球精品（海口）免税城，距美兰国际机场 20 公里，吃、住、行、游、购、娱都十分便利。

受疫情和破产重整影响，公司营业收入下降。2020 年公司实现营业收入 63.15 亿元，同比下降 45.23%。其中地产业务收入 39.63 亿元，下滑较为明显；机场业务收入 13.40 亿元，受疫情影响较大；物业管理业务收入 5.74 亿元，新业务飞训业务收入 1.77 亿元。2021H1 走出疫情，实现营业收入 25.60 亿元，与 2020H1 疫情期间相比同比上涨 36.13%。其中地产业务收入下降至 7.54 亿元，机场业务收入 10.61 亿元，物业管理业务收入 3.96 亿元，飞训业务收入 1.72 亿元。

工程业务不再开展，飞训业务上线。地产业务遭受重创，主要受疫情和公司重整影响，且公司逐步从传统房地产行业向临空产业开发战略转型，重整后公司有可能会逐步退出房地产开发业务，这与地产业务占比逐年降低的现状相吻合。

图 2：海航基础 2017-2021H1 营业收入（亿元）

图 3：海航基础业务拆分（亿元）



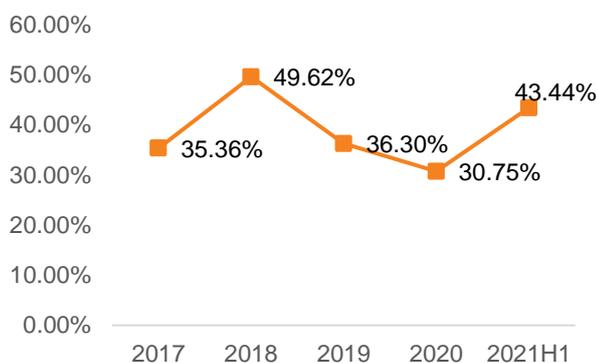
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司毛利率有上升趋势。2020年公司整体毛利率为30.75%，比2019年下降5.55pct。2021H1毛利率上升为43.44%，主要得益于疫情调整有效控制，以及因公司重整而停止支付有息负债本金及利息、暂缓相关费用的支付。

图 4：海航基础毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：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

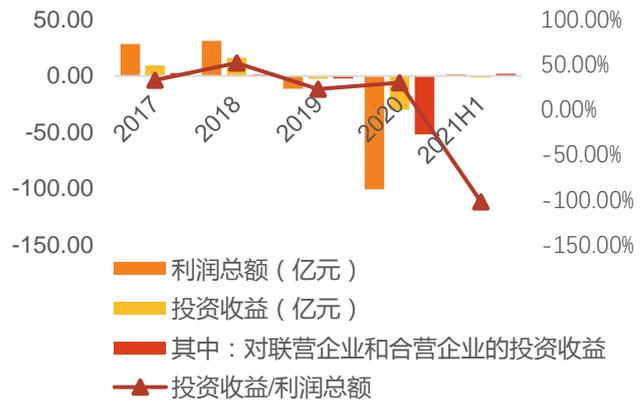
公司归母净利润发生波动，利润总额与投资收益变动较大。2020年归母净利润-77.37亿，同比下降410.63%，2021H1归母净利润较2020H1疫情期间下降95.66%。2017-2020年投资收益占利润总额的比例分别为32.83%/51.98%/22.90%/29.91%，2021H1利润总额1.34亿，投资收益-1.37亿，投资收益占利润总额比例为-102.33%。

图 6：海航基础 2017-2020H1 归母净利润 (亿元)

图 7：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



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 负债率上升，货币资金同比增长明显

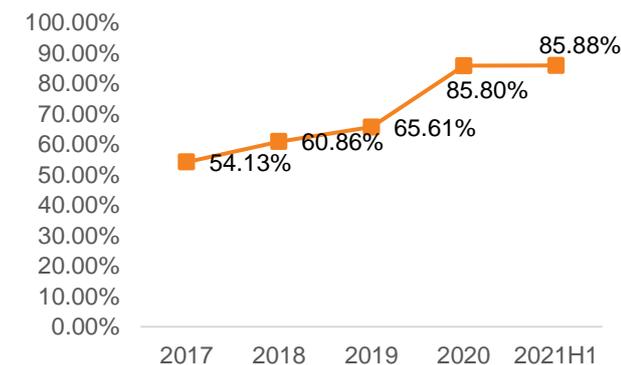
公司负债率持续上升。2021H1 公司资产负债率上升至 85.88%，主要是因为利润总额大幅减少及贷款逾期增加，无法按时偿还债务，相较 2019 年 65.61%增加了 20.27pct。不能清偿到期债务是导致破产重整的重要因素。

公司 2021H1 经营活动产生的现金流量净额为 6.99 亿元，同比增长 142.25%，变动原因为海航基础申请破产重整获法院批准，重整前应付款项暂停支付；投资活动产生的现金流量净额为 2.06 亿元，同比增长 56.1%，变动原因主要是子公司海岛商业收到海免海口美兰机场免税店的股利；筹资活动净现金流为 0.56 亿元，同比下降 98.38%，变动原因为受限货币资金解除，使收到其他与筹资活动有关的现金增加。

公司货币资金同增近 54%。2021 年 6 月 30 日公司货币资金达 28.65 亿元，上年同期期末为 18.61 亿元，同比增长 53.92%，主要是因为 2021 年 2 月 10 日海航基础申请破产重整获法院批准，从 2 月 10 日起重整的企业停止支付有息负债的本金及利息以及暂缓相关费用的支付。

图 8：海航基础资产负债率

图 9：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. 参股投资+物业租赁参与免税，尽享离岛免税政策调整红利

2.1. 政策调整充分释放消费潜力

自 2020 年 7 月 1 日零时起，海南离岛免税政策实施第六次调整。主要涉及离岛免税商品品种、免税购物限额等方面，包括将免税额度调整至 100000 元，取消单件商品 8000 元免税限额规定；除个别品类外，其他免税商品均取消数量限制；将酒类、燕窝、平板电脑、

手机等 7 类产品纳入离岛免税商品范围等等。2021 年 2 月，增加了离岛旅客“邮寄送达”、岛内居民“返岛提取”两种提货方式。这一举措更是进一步便利了旅客购物，扩大了政策效应。

图 10：2018-2021H1 免税商品销售额及同比



资料来源：海口海关、天风证券研究所

图 11：2018-2021H1 免税商品销售数量及同比



资料来源：海口海关、天风证券研究所

图 12：2018-2021H1 免税商品购买旅客人次及同比



资料来源：海口海关、天风证券研究所

图 13：2018-2021H1 免税商品人均客单价及同比



资料来源：海口海关、天风证券研究所

受益于离岛免税政策的调整,消费者的消费潜力得到释放。自 2020 年 7 月 1 日离岛免税新政实施至今年 6 月 30 日,离岛免税销售额连续多月创新高,海关监管离岛免税购物金额 468 亿元、同比增长 226%,件数 6072 万件、同比增长 211%,购物旅客 628 万人次、同比增长 102%,政策调整取得成效。

2.2. 美兰机场免税多措并举提升销售，二期项目有望年内开业助力免税发展提速

21H1 参股免税业务实现收入 32.51 亿元，同增 151%。海航基础参与免税业务的形式主要为两种，一种为参股投资形式，另一种为自持物业提供场地租赁形式。采用参股投资形式的免税业务包括：海免海口美兰机场免税店（离岛免税）、中免凤凰机场免税店（离岛免税）、海南海航中免（口岸免税）。2021 上半年，公司参股的免税业务实现收入 32.51 亿元，同比增长 151.27%（去年同期中免凤凰机场免税店收入并未列入总收入当中）。

美兰机场免税店多 21H1 线下收入近 22 亿元，同增 152.67%。美兰机场免税店位于海口美兰国际机场国内候机楼隔离区内，合作方为海南省免税品有限公司，海航基础参股比例为 49%。在 2020 年受新冠疫情影响及出港人数下滑的情况下，美兰机场免税店不断引进新品牌，丰富商品品类，并联合各大媒体积极宣传离岛免税新政和优惠促销信息，2020 全年总计实现收入 38.66 亿元，同比增长 65.68%；线上平台海南免税官方商城实现线上销售额达

9.57 亿元。2021H1 实现收入 27.62 亿元(线上平台海南免税官方商城报告期内实现线上销售额达 5.25 亿元)。

图 14: 美兰二期扩建项目进展



资料来源: 公司官网、天风证券研究所

图 15: 美兰机场免税店线下收入



资料来源: 美兰空港公司公告、天风证券研究所

美兰机场二期扩建项目力争 2021 年年内正式投运，联手中免打造最大离岛免税商业区。 2021 年 8 月 24 日新塔台项目已经通过竣工验收，至此除西垂滑工程和涉铁工程外，其他工程均已完工并通过验收，整体项目力争于 2021 年年内正式投运。美兰国际机场已紧抓免税改革机遇提前布局，联手中国中免集团，以“行云流水、奇幻色彩”为主题，将打造全国最大的机场离岛免税商业区。新建的 T2 航站楼将发挥离岛免税的政策优势，商业面积达到总建筑面积的 11%，约 3.3 万 m²，其中免税商业面积约 1 万 m²，目前已引进 548 个品牌商家，为海南离岛免税政策落地和打造国际旅游消费中心创造有利条件。

2.3. 凤凰机场免税营业半年收入近 5 亿，二期预计年底开业持续贡献免税增量

凤凰机场免税店 20 年底开业，21H1 实现收入近 5 亿。 中免凤凰机场免税店位于三亚凤凰国际机场隔离区内，合作方为中免集团三亚市内免税店有限公司，公司子公司三亚临空实业投资开发有限公司（三亚）持股比例为 49%。2020 年 12 月 30 日，中免凤凰机场免税店在通过海关验收后正式开业，2021 年上半年期间实现收入 4.89 亿元。

凤凰机场法式花园项目已完成封顶，二期有望于年底开业。 日前，海航基础表示凤凰机场法式花园新建临时免税商业项目已完成主体结构封顶和外立面幕墙施工。凤凰机场正积极配合中免凤凰机场免税店二期开业，经营面积约 5000 m²，预计 12 月 31 日开业。

2.4. 海控免税二期坐落日月广场，全新竞争格局带动海口消费

上半年场地租赁收入超 1 亿，免税二期项目已于 8 月底开业。 海航基础自持物业日月广场为海口日月广场免税店、海控全球精品（海口）免税城提供场地租赁服务，租赁面积分别为 2.2 万 m²、4.4 万 m²。2021 年上半年，公司自持物业日月广场为免税及其他有税商业主体提供场地租赁的营业收入 1.04 亿元。

海控全球精品（海口）免税城一期位于海口日月广场东区摩羯座一层，于 2021 年 1 月正式开业，开业前两小时销售额突破 1000 万元，显示出海南离岛免税品市场的吸引力。8 月 30 日，海控全球精品（海口）免税城二期也已正式开业，坐落于海口日月广场水瓶座，面积达 3 万平方米，共有超过 200 个品牌入驻其中，满足消费者多元化购物需求，助力海南离岛免税提质升级。

图 16: 海控全球精品（海口）免税城一期启幕仪式

图 17: 海控全球精品（海口）免税城二期



资料来源：公司官网、天风证券研究所



资料来源：公司官网、天风证券研究所

全新竞争格局促进海口免税经济建设。经国务院批准，财政部、商务部、海关总署、国家税务总局等四部委正式批复，海南新设立 6 家离岛免税店。其中海口新设立 1 家机场店，2 家市内店，兼顾市区、机场等核心区位。目前，加上新批复的 6 家免税店，海南全岛共有 5 家市场主体、10 家免税店。新的竞争格局将倒逼各免税企业不断丰富产品、提升服务质量等，形成各自的竞争优势，从而促进国际旅游消费中心建设，也将进一步吸引境外消费回流。

表 1：新批复 6 家免税店详情

名称	城市	地点	开业时间
海控全球精品（海口）免税城	海口	国兴大道日月广场东区	2021.1
深免海口观澜湖免税购物城	海口	羊山大道观澜湖新城	2021.1
中免海口美兰机场 T2 航站楼免税店	海口	美兰机场 T2 航站楼	计划于年内开业
三亚海旅免税城	三亚	迎宾路 303 号	2020.12
中服三亚国际免税购物公园	三亚	解放一路鸿洲广场	2020.12
中免三亚凤凰机场免税店	三亚	凤凰机场	2020.12

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 继续把握海南自贸港政策机遇，转型临空产业

3.1. 海航基础逐步从传统房地产行业向临空产业开发战略转型

公司地产业务将逐步聚焦临空产业项目拓展力度，同步进行地产资产优化，将地产资源逐步向临空产业聚拢。公司地产业务将以当地政府合作开发为导向，积极战略转型临空产业园的开发建设，通过二级开发合作实现土地溢价和投资产业获取回报；其次，深入打造和挖掘临空商业、临空产业招商及租赁、航空生态社区等核心产品，以需定产充分发挥产业协同作用，实现收入规模的跨越。除此之外，公司也将继续把握海南自由港政策、空港经济发展等市场机遇，增大临空产业资产比重。

表 2：海航基础临空业务概况

核心项目	建设内容
美兰空港一站式飞机维修基地（一期）项目	拟建设大修定检机库、宽体机喷漆机库、窄体机喷漆机库、附件维修厂房、国际航材存储交易中心等设施以及园区各项生产配套设施

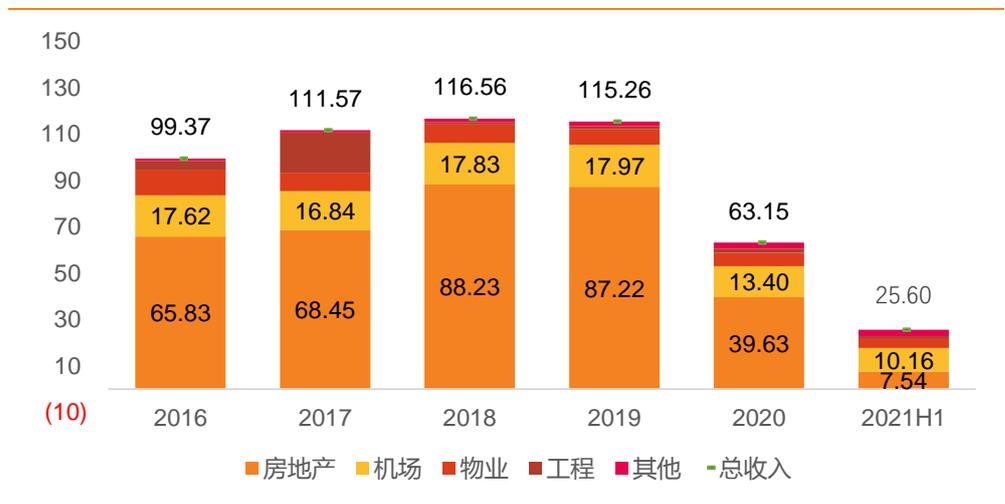
天津市东丽临空经济区	重点发展航空商务、航空物流、总部办公、高端商务、科技研发、高端智能制造产业
海南大厦	5A 超甲级写字楼，楼高 199 米，45 层主楼（目前主要在租售的项目），17 层副楼，4 层裙楼
天羽飞训	主要从事飞行、乘务及其他航空特业人员的模拟机训练、模拟机维护及维修业务
大英山 CBD	打造集行政、商务、教育、文化、购物、休闲娱乐、居住为一体的城市核心，打造海口城市最高端、最繁华的发展区域
海航国际广场	物业形态涵盖星级酒店、创意港（人大大会堂）、顶级美食公馆、贵族学校、大润发、购物广场等，统御极致奢华的金融商务、都市生活等城市配套
海口双子塔	南塔是一座集白金超五星级瑞吉酒店、高级会所餐厅、SOHO 式公寓、超 5A 甲级写字楼、顶级精品商业、观光层等多种功能为一体的综合性超高层大楼，北塔集超五星华尔道夫酒店、超 5A 甲级写字楼、顶部高级观光餐厅、顶级精品商业等多种功能为一体
海航技术	集航空器维修、机队技术管理、改装设计、航空维修培训、航空器喷涂、航材销售等为一体的综合性航空维修服务企业

资料来源：公司官网，天风证券研究所

以海南自由贸易港为发展契机，积极争取参与各地临空产业园开发项目。2020 年公司实现营业收入 63.15 亿元，其中地产业务占比 62.76%，机场业务占比 21.22%，物业管理业务占比 9.09%，工程业务占比 2.80%。2021 年上半年，公司地产业务实现营业收入 7.54 亿元，同比下滑 59.70%，签约销售面积约为 6.31 万平方米，签约销售额约 10.21 亿元。公司地产业务下降明显，主要原因为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。

临空产业园资源优势明显，物业管理专业化。依托机场资源，公司便于获取临空地产资源，重点开发、投资、运营美兰临空产业园和天津临空产业园等，并积极推进航食、货运等临空上下游产业落地，并拥有天津临空 2 万亩一级土地整理开发权益，存在较大发展潜力。物业业务专注以空港、政府项目，承接上海浦东机场 S2 卫星厅项目、海口美兰国际机场项目、三亚凤凰机场项目、琼海博鳌机场项目、海南辖区政府、办公类等项目，有着临空、临港特色物业管理品牌以及“物业+、餐饮+”独特服务体系，管理面积逾 1500 万平米。

图 18：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

3.2. 公司土地储备市价超百亿，分布全国七省

2020 年末，海航基础持有待开发土地的总面积为 150.5 万平米，33 个地块，分布在全国七个省份。其中四川省成都市 43.1 万平米，湖北省武汉市 38.9 万平米。另有 170 万平米、19 个地块在建，持有未开发与在建土地总面积合计 321 万平米。2020 年末，海航基础土地使用权的账面原值期末余额为 21.58 亿元，计算购地成本为 672.59 元/平米。

表 3：海航基础 2020 年末持有待开发土地情况

	地块数	土地面积(万平米)
全国	33	150.5
其中：		
黑龙江省哈尔滨市	1	16.0
海口市琼山区	10	2.3
海口市美兰区	7	2.4
营口市西市区	4	24.7
成都市都江堰市	7	43.1
湖北省武汉市	1	38.9
江苏省苏州市	1	3.9
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

3.3. 海口市为公司地产出租重点片区，推行安居型商品住房和长租房

2020 年，公司在全国区域出租房地产 47 处，其中 19 处位于海口市，8 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 77.46 万平方米，84.2%在海口市；实现租金收入 3.33 亿元，88.4%在海口市。公司积极响应海南省自由贸易港政策，通过定向增加土地供应、合理降低土地供应价格、提供税费优惠等办法，提高保障性住房供给，优先满足本地居民和引进人才的住房需求。推行安居型商品住房和长租房制度，盘活存量房产，推动已经出售的存量空置房进入住房租赁市场。

表 4：海航基础 2020 年海南省房屋出租情况

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	海口市美兰区	海南迎宾馆	酒店	14,739	1129	766.06
2	海口市美兰区	望海国际精品楼	商业	21,096	588	278.62
3	海口市美兰区	耘所项目	酒店	30,061	766	254.84
4	三亚市	凤凰机场站前综合体 商业租赁	综合体	21,893	1536	701.40
5	海南澄迈	澄迈东软 6 栋别墅	办公	11,923	290	243.04
6	海口市龙华区	万国商厦	办公	402	14	342.42
7	三亚市天涯区	三亚学苑商铺 1H1	商业	237	30	1280.31
8	三亚市天涯区	三亚学苑商铺 1H	商业	248	39	1559.92
9	三亚市天涯区	三亚学苑商铺 B1	商业	208	28	1355.75
10	三亚市天涯区	三亚学苑商铺 C1	商业	208	23	1099.92
11	三亚市天涯区	三亚学苑商铺 1B	商业	416	24	571.44
12	海口市龙华区	海航国际广场项目	A 座酒店	82,315	3464	420.86

13	海口市龙华区	海航国际广场项目	A 座公寓	33,456		0.00
14	海口市龙华区	海航国际广场项目	B 座公寓	15,542	111	71.17
15	海口市龙华区	海航国际广场项目	A 座写字楼	24,784	36	14.68
16	海口市龙华区	海航国际广场项目	C 座商业	7,597	247	325.24
17	儋州市那大镇	儋州望海国际花园 (住宅项目)	住宅/商铺	-	-4	-
18	儋州市那大镇	儋州福朋喜来登酒店	酒店	40,856	824	201.64
19	海口市美兰区	互联网金融大厦	商业	221	705	31930.25
20	海口市美兰区	日月广场	商业	308,503	9651	312.82
21	海口市美兰区	海尚丝寓耘所公寓	长租公寓	27,581	954	345.76
22	海南省陵水县	陵水 YOHO 湾	候机楼/商业/ 住宅/停车场	12,031	268	222.55
23	海南海口	海南大厦	商业	23,909	3616	1512.36
24	海南海口	海口海航城	幼儿园		23	-
25	海南海口	北苑	商业	30	2	683.33
26	三亚市天涯区	三亚学苑商铺 1H1 (1带2)	商业	372	33	885.13
27	海口市美兰区	新海航大厦	办公	37,498	4878	1300.78
28	海口市美兰区	新海航大厦	办公	3,951	762	1928.45
29	海口市美兰区	海南大厦	办公	18,265	2297	1257.88
30	三亚市天涯区	三亚学苑商铺 D (部 分)	商业	76	1	85.72
31	海口市美兰区	海南大厦 33 层	办公	2,226	240	1078.53
总计				740,644	32,573	51,031

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4. 坐拥核心商圈，未来海南自贸港建设首先受益

持有型物业资源禀赋，持续提升自贸港优质资产价值。持有型物业经营依托持有的海南自贸港 114 万^m核心物业打造自贸港高端总部经济中心和免税商业中心，并继续建设 131 万^m地标性写字楼项目，成为自贸港核心地段物业持有者。借助离岛免税和岛民免税政策优势，公司通过参股、场地租赁形式经营门店有 5 家，总面积 11.08 万^m，占离岛免税经营面积达 48.7%。物业管理专注空港物业、政府项目领域，倾力打造标杆项目和团膳行业的知名服务品牌，致力成为优秀的城市综合服务运营商，提升物业板块增速发展，贡献更多业绩。

继续发展海口市中心大英山 CBD 区域，拓展日月广场免税经营面积。2021 年 1 月，日月广场东区进一步扩大免税经营面积，在海口日月广场西区海口日月广场免税店的基础上，将免税经营面积扩大至近 7 万平方米，实现日月国际免税城格局。海口日月广场将在未来打造成以国际免税城为主导、重奢品牌为驱动的“商务+商业+旅游”为一体的一站式消费综合体。海口海关数据显示，2020 年 7 月 1 日至 2021 年 6 月 30 日，海南离岛免税购物金额达 468 亿元，同比增长 226%；购物游客 628 万人次，同比增长 102%。离岛免税店成为游客打卡胜地，免税购物成为国内外游客来琼旅游新时尚，这同时也为海航的地产转型注入新的动力。

图 19：日月广场效果图



资料来源：海口网，天风证券研究所

4. 参控股三亚、海口机场，发展非航产业迅速恢复盈利能力

4.1. 海航基础参控股、管理输出全国 13 家机场，海南三机场均在囊中

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%）、琼海博鳌机场（52.52%）、德国法兰克福哈恩机场（82.5%）。

表 5：海航基础控股 8 家机场

控股机场	持股比例	地理位置	等级	2020 年旅客吞吐量(万人次)	排名	YoY
三亚凤凰国际机场	82.22%	位于三亚市西北 11 公里处，风景名胜环布周围，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	1541.28	18	-23.60%
营口兰旗机场	60%	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	10.97	200	-73%
潍坊南苑机场	100%	位于潍坊市市区正南 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	48.67	122	3.90%
琼海博鳌机场	52.52%	位于中国海南省琼海市中原镇，距琼海市市区 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)	56.29	116	0.70%
安庆天柱山机场	100%	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	43.15	131	-27.20%
唐山三女	51.57%	位于河北省唐山市高新技术开发区	4C 级军民合用支	43.68	130	-13.50%

河机场		境内, 距市中心 20 公里	线机场			
满洲里西 郊机场	67%	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	20.55	173	-45.2%
法兰克福 哈恩机场	82.5%	位于德国	/	/	/	/

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2020 年, 三亚凤凰机场旅客吞吐量占整体机场业务收入的 89.61%, 且呈上升趋势, 是海航基础机场板块的核心资产。2020 年, 海航基础机场业务实现收入 13.40 亿元, 同比下降 25.43%; 旅客吞吐量、货邮吞吐量、起降架次分别为 1720 万人次、22.26 万吨、13.19 万架, 同比增速分别为 -33.84%、-21.03%、-26.56%。三亚凤凰机场旅客吞吐量、货邮吞吐量、起降架次分别为 1541.28 万人次、8 万吨、10.82 万架, 同比增长分别为 -23.60%、-19.90%、-13.30%。

图 20: 海航基础机场收入与三亚机场营收及 yoy (亿元)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 21: 海航基础与三亚机场旅客吞吐量及 yoy (万人次)



资料来源: Wind、中国民航局、天风证券研究所

表 6: 三亚凤凰机场是海航基础机场板块的核心资产

	2017	2018	2019	2020
海航基础机场业务				
货邮吞吐量 (万吨)	28.2	29.5	28.2	22.26
yoy	10.13%	4.54%	-4.52%	-21.03%
起降架次(万架)	16.5	17.5	18	13.19
yoy	11.68%	6.09%	2.62%	-26.56%
国际及地区旅客吞吐量 (万人)	90.9	96.6	129	12.87
yoy	95.89%	6.66%	33.54%	-90.03%
其中三亚凤凰机场:				
货邮吞吐量 (万吨)	8.91	9.51	9.98	8
yoy	2.65%	6.73%	4.94%	-19.90%
占比	31.60%	32.24%	35.39%	35.94%
起降架次(万架)	12.16	12.15	12.33	10.82
yoy	6.11%	-0.08%	1.48%	-13.30%
占比	73.70%	69.43%	68.50%	82.03%

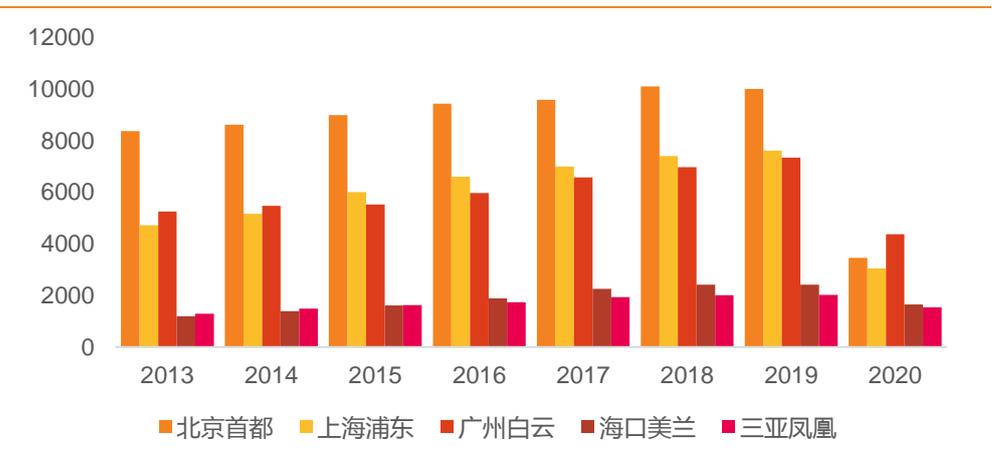
资料来源：公司公告，Wind，中国民航局，天风证券研究所

另外，公司通过子公司参股 3 家机场，包括海口美兰机场、宜昌三峡机场、东营胜利机场；管理输出 2 家机场，分别为松原查干湖机场、三沙永兴机场。2020 年，公司参股的三家机场旅客吞吐量均有 40% 左右的下滑。2020 年，海口、东营、宜昌三家机场的旅客吞吐量分别为 1649.02 万人次、45.55 万人次、184.63 万人次；分别同比下降 31.9%、48.2%、43.4%。

4.2. 海口、三亚机场扩容，恢复速度在国内领先

2020 年，海口美兰机场的旅客吞吐量为 1649 万人次，大约是北京首都机场与上海浦东机场的 1/2，广州白云机场的 1/3，与三亚凤凰机场大致齐平。

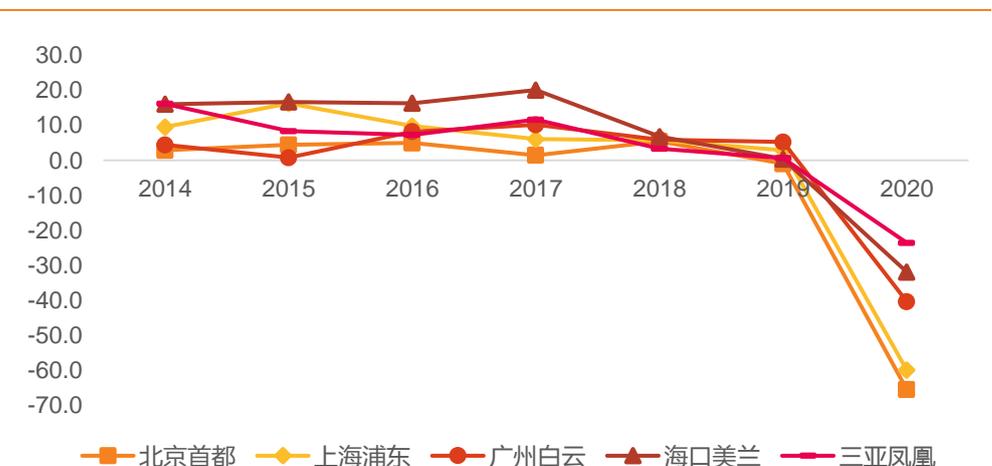
图 22：各大机场历年旅客吞吐量（万人次）



资料来源：Wind、天风证券研究所

2020 年，各机场吞吐量出现急剧下跌。继 2018/2019 各机场吞吐量增速放缓后，2020 年受疫情影响吞吐量增速急剧下跌，出现较大幅度的负增长。相比于上海浦东机场、北京首都机场超过 60% 的跌幅，海口美兰机场与三亚凤凰机场的受损状况相对较好，其吞吐量同比增速分别为 -31.9%、-23.6%。

图 23：各大机场历年旅客吞吐量同比增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

三亚接待过夜游客数量下滑速度基本持平于机场游客吞吐量下滑速度，说明三亚机场游客吞吐量下降并非是机场自身原因，而是受制于宏观环境。而海口的前者下滑速度小于后者，说明海口机场吞吐量下降有一定程度的自身原因。三亚游客绝对数量高于海口，但 2020 年同比降速与海口大致持平。三亚、海口 2020 年分别接待过夜游客 1755、1340 万人次，同比下滑 23%、22%。

图 24：三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 25：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

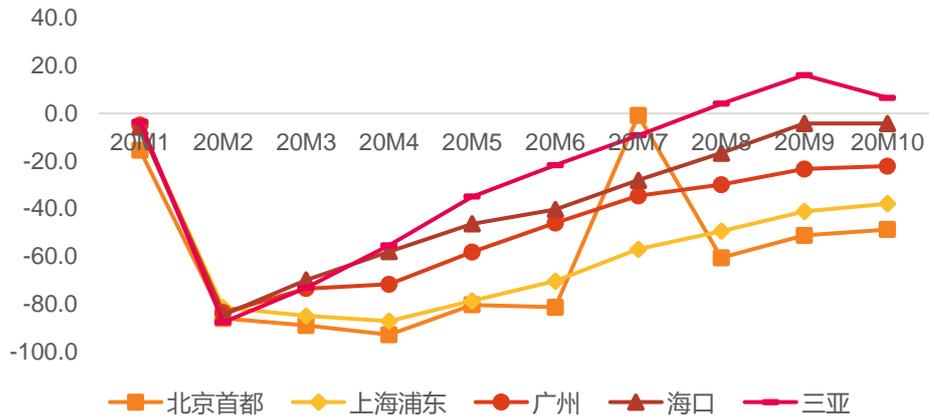
三亚凤凰机场将满足年旅客吞吐量 2500 万人次需求。2010 年凤凰机场二期扩建工程全部完工后，年设计旅客吞吐量达 600 万人次，但当年三亚机场吞吐量已达 929 万人次。2012 年，凤凰机场启动了三期扩建工程，可满足年旅客吞吐量 2500 万人次。

海口美兰机场二期新塔台通过验收，扩建项目主体已大体完工，或将年内正式投运，并开始推动美兰机场三期扩建。（1）截至目前，美兰机场二期扩建项目除西垂滑工程和涉铁工程以外，其他主体工程、综合交通配套工程、供油工程和空管工程均已完工并通过验收。

（2）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。美兰机场二期有望于年底投入运营。

疫情爆发后，三亚凤凰机场与海口美兰机场快速恢复，逐渐回归甚至超过疫情前水平。在我们选取的旅客吞吐量较大且比较具有代表性的 5 个机场中，三亚凤凰机场恢复最快，20 年 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。从 20 年全年吞吐量看，三亚凤凰机场与海口美兰机场分别同比下滑 23.56%、31.91%，优于北京首都机场与上海浦东机场的同比下滑 65.49%、59.98%。

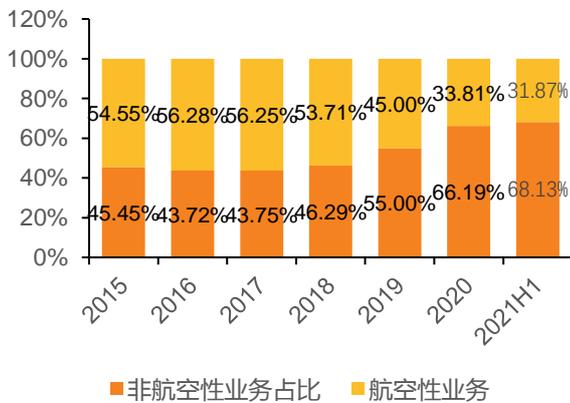
图 26：各大机场疫情后吞吐量同比增速（%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

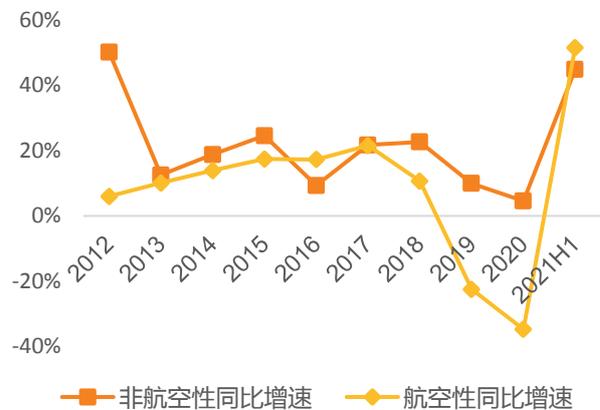
海口美兰机场非航收入持续增长, 增速高于航空业务, 占比不断增加, 主要得益于机场免税的推动。美兰机场非航收入在 2018 年前维持在 45%左右, 2019 年到 2021H1 逐年上涨至 55%、66.19%、68.13%。2021H1 美兰机场实现非航收入 6.09 亿元, 同比增长 44.85%; 其中特许经营收入占 61.48%, 达 3.74 亿元, 同比增长 59.85%, 主要得益于海南离岛免税政策进一步放开, 美兰机场免税店加大促销力度, 线下销售额大幅提升。美兰机场非航营收增速总体高于航空业务收入增速, 在 2020 年航空业务受疫情国际及地区航线关闭的影响, 遭受重创下滑 34.73%的情况下, 非航业务收入依然保持 4.56%的正增长, 进一步扩大了非航收入在美兰机场总营收中的比重。

图 27: 美兰机场收入占比



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

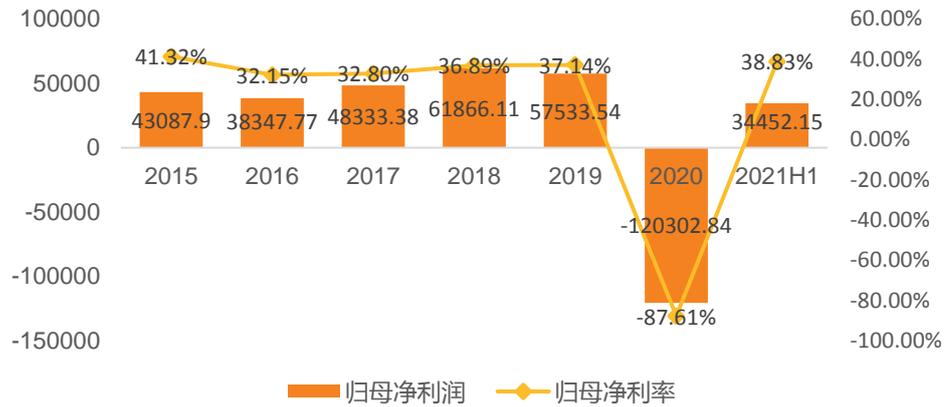
图 28: 美兰机场各部分收入同比增速



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

海口美兰机受疫情影响大, 盈利能力逐步恢复。疫情前美兰机场归母净利率维持在 30%以上, 并有稳步提升的趋势。而 2020 年的归母净利润遭受断崖式下跌, 发生严重亏损, 归母净利润亏损达 12.03 亿。但是 2021H1 以来, 公司的盈利能力逐步恢复, 半年度实现 3.45 亿归母净利润, 同比增长 335.25%, 逐渐恢复疫情前盈利水平。

图 29: 美兰机场归母净利润与归母净利率 (万元)



资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 投资建议

公司持有海南大量优质资产，深度参与两大机场和离岛免税业务，率先受益于海南自贸港建设和离岛免税业务发展。公司持有物业打造自贸港高端总部经济中心和免税商业中心，是自贸港核心地段物业持有者，有望首先受益于海南自贸港建设。同时，免税政策调整持续助力海南免税业务扩容升级，海南免税全新竞争格局将大力促进国际旅游消费中心建设。公司通过参股、场地租赁形式经营多家免税门店，预计未来随着离岛免税业务格局进一步打开，公司将持续获得业绩增量。

6. 风险提示

- (1) **政策调控风险**：机场业务方面，国家若对民航业的监管与发展政策进行调整，都可能对公司机场业务产生影响；免税业务方面，若国家对海南离岛免税政策进行进一步调整，或可能会对公司免税业务造成影响。
- (2) **海南旅游业恢复不及预期**：若新冠疫情局部反复，或造成海南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) **公司重整方案变动风险**：目前公司重整仅公布了方案，确定海发控为战略投资者，方案尚未落实，存在一定变动风险。
- (4) **高层人员变动风险**：公司重整或涉及高层人员变动，该变动或许对公司总体战略、治理层面及其他方面带来一定经营风险。
- (5) **被实施退市风险警示或终止上市的风险**：公司尚未摘帽 ST，若公司重整方案实施不及预期或其他变动发生，存在被实施退市风险警示或终止上市风险。
- (6) **关联公司债务重组的其他风险**：近期海航集团董事长及首席执行官因涉嫌违法范围被采取强制措施，同时海航集团整体破产重整工作尚未完成，相关事项或对公司产生影响。

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