

海南机场 (600515)

海南自贸港建设者，东方夏威夷领航员

增持 (首次)

2022年10月23日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

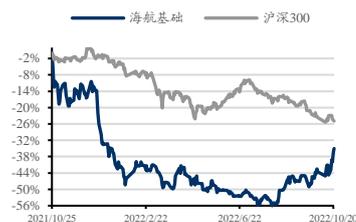
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	4,525	4,256	7,403	8,288
同比	-28%	-6%	74%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	463	1,893	1,184	1,568
同比	106%	309%	-37%	32%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.04	0.17	0.10	0.14
P/E (现价&最新股本摊薄)	100.86	24.69	39.45	29.81

#实控人变化 #稀缺资产

投资要点

- **海南机场隶属于海南省属最大的国资平台海南省发展控股有限公司。**公司以服务海南自贸港建设为核心，主营业务为机场运营服务，协同发展免税商业地产、酒店物业服务等业务。
- **凝聚自贸港资源优势，机场及免税商业资产稀缺：**机场方面：三亚凤凰机场是公司的核心机场，贡献机场业务近九成收入。2020年12月30日凤凰机场免税店正式开业，免税店贡献机场租金成为未来的收入增长支点。**免税商业方面：**公司通过参股及提供免税经营场地两种方式深度参与海南离岛免税市场。海南机场通过参股及提供场地的方式共计成为4家离岛免税运营主体的利益方。4家离岛免税运营主体销售额共计占2021年离岛免税总额29%，实际体现在报表的免税相关收益绝对值占到全岛免税销售额的1%左右。随着美兰机场及三亚机场免税店面积扩充，该占比有望继续提升。**2021年重整完成后，房地产开发业务逐步收缩，机场、免税与商业、酒店及物管等运营服务性质业务贡献主要毛利。**
- **海南自贸港政策东风助力海南机场多角度长期扩张：**机场方面：在海南自贸港建设的总体框架下，为满足2035年全面实现贸易、人员进出、运输往来的自由便利，自贸港方案首提第七航权，赋予海南自贸港国内航空枢纽的最高自由度。三亚凤凰机场的扩容具备了确定性的方向支撑和更广阔的长期空间，政策红利有望在全岛封关后持续兑现。**免税商业方面：**随着离岛免税规模的逐步提升，客流的持续聚集，海南机场的“三个码头”将持续享受离岛免税政策红利。三亚机场作为高端旅游目的地“中国夏威夷”三亚的直接上岛要道，有望充分受益于三亚的高净值客户聚集效应。**地产与物业方面：**公司背靠海发控，未来地产及物业业务均以海南为区域基本盘，与海南自贸港建设同频共振。
- **盈利预测与投资评级：**海南机场作为海南自贸港建设排头兵，在收归国有后步入发展快车道。立足以机场主业为根本，以免税商业地产、物管酒店服务为两翼，深度参与海南自贸港建设，有望持续享受自贸港政策红利。我们预计海南机场2022-2024年归母净利润分别为18.9/11.8/15.7亿元，对应PE为25/39/30倍。由于机场公司普遍面临的是短期客流受疫情影响较大，我们用基于出行基本恢复预期的2024年PE倍数进行比较。可比公司2024年按市值加权平均估值为38倍。基于公司本身产业布局及所处区域发展状态，我们给予公司2024年38x目标PE。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**国内及国际疫情反复影响居民出行意愿的风险、宏观经济风险、海南自贸港建设进度不及预期的风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.43
一年最低/最高价	2.94/10.30
市净率(倍)	2.61
流通 A 股市值(百万元)	40,649.74
总市值(百万元)	50,614.12

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.69
资产负债率(% ,LF)	64.94
总股本(百万股)	11,425.31
流通 A 股(百万股)	9,176.01

相关研究

内容目录

1. 海南机场：重整完成收归国有，脱星摘帽进入发展新篇章	5
1.1. 海南机场历史沿革	5
1.2. 海南机场股权架构	6
1.3. 海南机场业务总览	6
2. 业务拆分：凝聚自贸港优势资源，机场及免税商业资产稀缺	8
2.1. 机场业务：三亚凤凰机场是核心资产	8
2.2. 免税及商业业务：多角度参与海南离岛免税市场	11
2.3. 地产、物业及其他业务：去房地产化，依托机场资源稳步发展	15
2.4. 业务结构调整基本到位，自贸港核心基础设施运营商乘风破浪	17
3. 海南自贸港政策东风助力海南机场多角度长期扩张	18
3.1. 海南自贸港方案打开机场业务长期空间	18
3.1.1. 机场的持续扩容是达成贸易自由、人员流动自由的底层要求	18
3.1.2. 最高水平航权开放政策红利有望在全岛封关后持续兑现	19
3.1.3. 全岛主要机场统筹管理协同发展	20
3.2. 离岛免税政策红利持续释放，海南机场牵头发挥码头效应	21
3.3. 地产及物业业务与海南自贸港建设同频共振	23
4. 财务分析：财务费用率回归，盈利能力持续改善	24
5. 盈利预测及投资建议	25
5.1. 盈利预测	25
5.2. 投资建议	27
6. 风险提示	27

图表目录

图 1: 海南机场发展历程.....	6
图 2: 海南机场股权架构 (截至 2022 年半年报)	6
图 3: 海南机场控股及管理输出机场.....	7
图 4: 2017-2022H1 海南机场总收入及增速	8
图 5: 2021 年海南机场收入拆分.....	8
图 6: 2017-2021 年公司机场板块收入及凤凰机场收入	9
图 7: 2017-2020 年凤凰机场收入拆分	10
图 8: 2017-2020 年凤凰机场架次及旅客吞吐量情况	10
图 9: 2018-2021Q1 三亚凤凰机场财务费用	10
图 10: 2018-2021Q1 三亚凤凰机场财务费用率	10
图 11: 2018-2021Q2 三亚凤凰机场归母净利润	11
图 12: 2018-2021Q2 三亚凤凰机场归母净利率	11
图 13: 疫情以来重要节假日期间三亚机场进出港人次恢复状况大幅领先于全国出行修复程度	11
图 14: 海口日月广场布局图.....	13
图 15: 公司多角度参与离岛免税收益占全岛免税销售额比例在 1%左右	15
图 16: 地产业务全面梳理, 逐步聚焦.....	16
图 17: 物业业务依托原有房地产业务及未来自贸港资源优势稳步扩张.....	16
图 18: 其他业务主要包含酒店及天羽飞训.....	17
图 19: 2020/2021H1 酒店及飞行训练业务营收情况.....	17
图 20: 2017-2021 年公司各业务板块毛利贡献情况 (单位: 亿元)	17
图 21: 公司已初步构建“一本两翼”业务架构.....	18
图 22: 新加坡商流及客流 (右轴) 疫情前持续提升.....	19
图 23: 海南两主要机场飞机起降架次 (单位: 万架次)	19
图 24: 美兰空港股权架构 (截至 2022 年 10 月)	21
图 25: 海口三亚接待游客数复苏稳健 (单位: 万人)	22
图 26: 三亚单游客贡献收入较海口显著高 (单位: 元)	22
图 27: 据弗若斯特沙利文预测, 离岛免税销售规模有望在 2025 年超过 1500 亿元.....	23
图 28: 海南机场地产业务部分核心项目	23
图 29: 2018-2022Q1 海南机场整体毛利率	24
图 30: 2018-2021 年海南机场主要业务毛利率	24
图 31: 2018-2022H1 海南机场财务费用及财务费用率	24
图 32: 2018-2022H1 海南机场归母净利率	24
表 1: 海南机场参与的免税商业业务.....	7
表 2: 海南机场控股及管理输出机场一览.....	9
表 3: 截至 2022 年 10 月海南离岛免税经营主体 (预期) 及免税店一览表.....	12
表 4: 中免海口日月广场免税店基本信息.....	13
表 5: 海控全球精品免税城基本信息.....	14
表 6: 中免凤凰机场免税店基本信息.....	14
表 7: 海口美兰机场免税店基本信息.....	15

表 8:	《海南自由贸易港总体建设方案》政策归纳.....	18
表 9:	航权的基本概念.....	20
表 10:	海南省民航旅客吞吐量分布情况.....	21
表 11:	历年财政部下发有关离岛免税政策条件逐步放宽.....	21
表 12:	营业收入拆分预测 (营收单位: 亿元)	25
表 13:	海南机场两机场免税运营主体投资收益预测 (单位: 亿元)	26
表 14:	海南机场三费率预测	26
表 15:	海南机场收入及归母净利润预测 (单位: 亿元)	26
表 16:	海南机场可比公司估值 (截至 2022 年 10 月 19 日)	27

1. 海南机场：重整完成收归国有，脱星摘帽进入发展新篇章

1.1. 海南机场历史沿革

海南机场隶属于海南省属最大的国资平台海南省发展控股有限公司（以下简称“海发控”）。公司以服务海南自贸港建设为核心，主营业务为机场运营服务，协同发展免税商业地产、酒店物业服务等业务。

截至 2022 年半年报，公司的机场业务方面，通过控股、参股、管理输出机场共 11 家，其中三亚凤凰机场是最主要的营收贡献主体；免税商业地产方面，通过参股投资、自持物业提供场地租赁形式参与海南自贸港 4 家离岛免税运营主体（4 家主体运营 5 家离岛免税店），在建及土地储备项目 23 个；物业业务方面，在管项目共计 162 个，管理面积近 1700 万平米；酒店业务方面，自有自管酒店 2 家，委托管理 2 家，在建拟筹开酒店 1 家。公司多元业务实现协同发展，做大做强。

公司发展历程可以根据主营业务的改变分为 3 个阶段：

（1）1993-2014 年：主营商品零售、旅游宾馆业务

1993 年，一投集团联合海南金川、海南机场、光大国际投资设立第一投资招商股份有限公司，为公司前身。2002 年，公司于上交所挂牌上市后，主营零售及宾馆业务，同时于 2003 年起开始涉及房地产开发业务。

（2）2015-2020 年：专注于基础设施投资运营

2015 年海航基础产业集团借壳海岛建设（公司前身），公司转型基础设施投资运营。2015 年底，海岛建设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。收购基础产业集团后，公司转型为国内基础设施项目运营商，业务包括各类地产项目的投资与开发、机场的投资运营管理、及其他基础设施业务领域。此后，公司改名为“海航基础”。

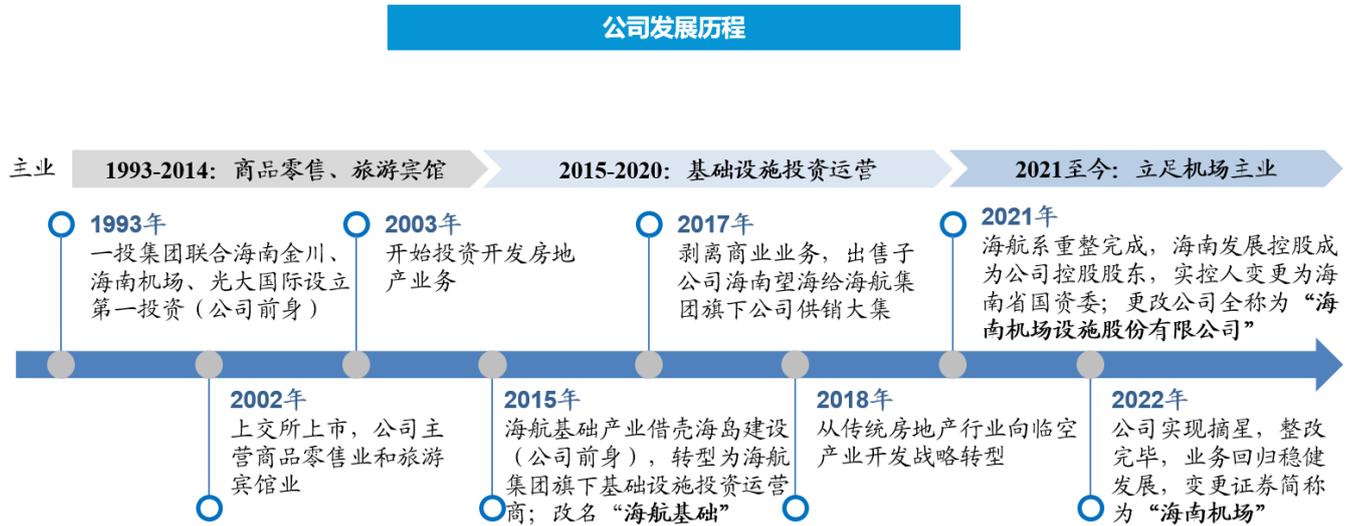
2017 年起公司向临空产业开发转型。为优化资源配置，公司通过出售资产剥离商业业务。2018 年，公司从传统房地产行业向临空产业开发战略转型，在海南临空产业建设基础上，向全国一、二线城市临空产业园拓展。

（3）2021 年至今：破产重整，变更实际控制人，立足机场主业

2021 年 2 月，海航集团进入破产重整程序，其中航空（*ST 海航）、机场（*ST 基础），供销大集（*ST 大集）三大板块主体单独重整。2021 年 9 月，海发控成为海航基础的战略投资者，《重整计划》安排实施完毕后，海发控持有公司 24.51% 股权，为公司控股股东，公司实际控制人变更为海南省国资委。重整成功后，海航基础将逐步退出房地产开发业务，紧紧围绕机场发展谋篇布局。2021 年 12 月，公司公告变更公司全称为

“海南机场设施股份有限公司”。2022年10月，公司实现摘星，已整改完毕并化解相关历史遗留问题，业务回归稳健发展，并进一步申请变更证券简称为“海南机场”，实现证券简称与公司全称及战略定位相匹配。

图1：海南机场发展历程

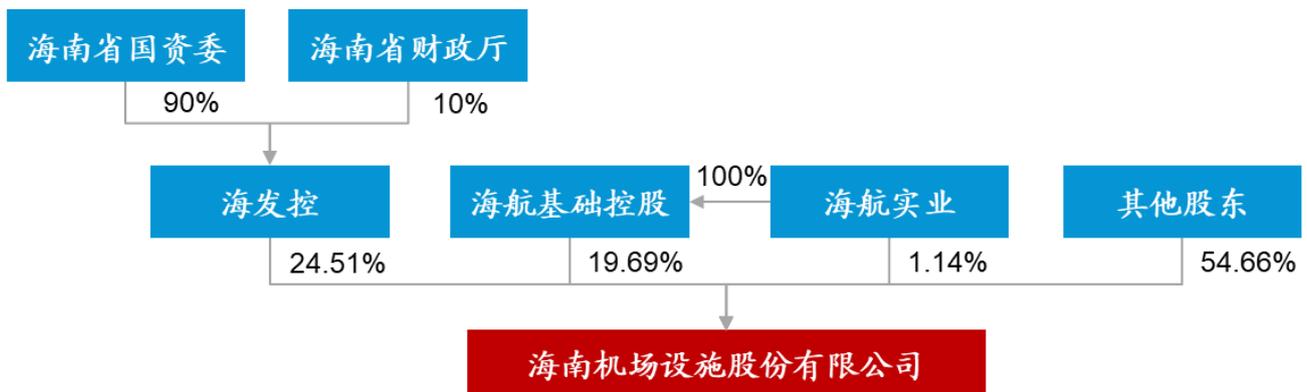


数据来源：公司公告，公司官方公众号，东吴证券研究所

1.2. 海南机场股权架构

海南省国资委旗下海发控为公司控股股东及战略投资人。2021年，海南机场及20家子公司进入重整程序，海南发展控股成为其战略投资人。截至2022年中报，海发控持有公司股权24.51%，为公司控股股东。海航基础控股、海航实业分别持有公司19.69%、1.14%的股权。其他前十大股东主要为信托、银行、私募基金等。

图2：海南机场股权架构（截至2022年半年报）



数据来源：公司公告，爱企查，东吴证券研究所

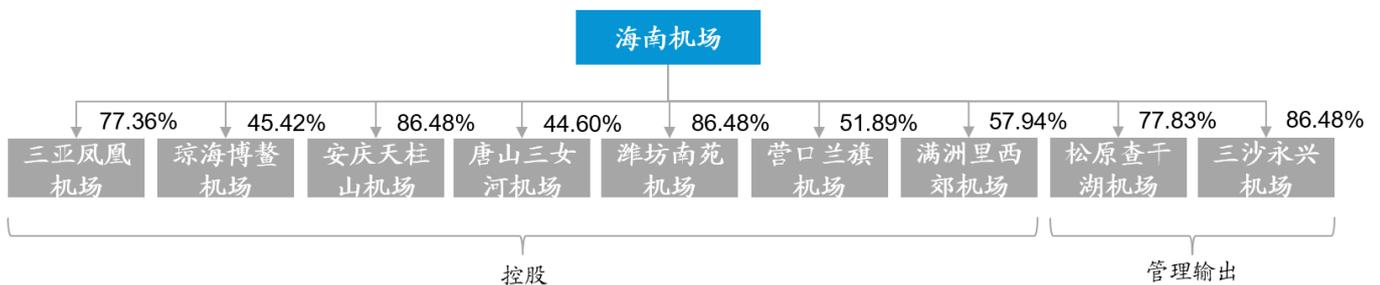
1.3. 海南机场业务总览

2021年，公司重组完毕后，主营业务分为机场业务、免税及商业、地产业务、物业

业务及其他业务五个板块。截至 2022 年中报，公司主要业务情况如下：

(1) 机场业务：公司控股 7 家、参股 2 家、管理输出 2 家，共计 11 家机场。公司控股的 7 家机场包括：三亚凤凰机场、琼海博鳌机场、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，其中琼海博鳌机场委托关联方博鳌管理进行管理。公司通过子公司参股 2 家机场，包括：宜昌三峡机场、东营胜利机场。公司管理输出 2 家机场，包括：松原查干湖机场、三沙永兴机场。公司原参股的海口美兰机场被纳入海航集团 321 家实质合并重整程序，不再持有海口美兰机场股权。其中凤凰机场是公司机场业务收入的主要来源。

图3：海南机场控股及管理输出机场



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(2) 免税及商业业务：公司通过参股投资、自持物业提供场地租赁形式参与免税商业业务。公司主要向中免凤凰机场免税店提供机场场地租赁，向中免海口日月广场免税店、海控全球精品免税城提供日月广场场地租赁，从而产生租金收入。同时，公司也参股美兰机场免税店、凤凰机场免税店等离岛免税运营主体，及海南海航中免等口岸免税运营主体，产生投资收益。

表1：海南机场参与的免税商业业务

	海南机场持股比例	免税性质	参与方式
海口美兰机场免税店	49%	离岛	参股投资
中免凤凰机场免税店	49%	离岛	参股投资、提供场地
海南海航中免	50%	口岸	参股投资
中免海口日月广场免税店	-	离岛	提供场地
海控全球精品免税城	-	离岛	提供场地

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(3) 地产业务：2018 年以前公司以传统房地产项目为主，围绕核心商圈开发建设 5A 写字楼、商业综合体、高端酒店等各类项目。2018 年后，公司向临空产业开发转型。未来将逐步聚焦临空产业园的开发建设，持续提升并巩固临空产业资产，将地产资源逐步向临空产业聚拢。公司尚有在建及土地储备项目 23 个，土地面积逾 6000 亩。

(4) 物业业务：公司专注于为旗下机场、住宅、写字楼、政府、学校、各类大中型

餐饮等业态，提供物业基础服务和增值服务。在管项目共计 162 个，管理面积近 1700 万平米。

(5) 其他业务：主要包括酒店及飞行训练业务。其中酒店方面，自营、委托管理及拟筹开酒店共 5 家；飞行训练业务主体为天羽飞训，合作客户 30 余家。

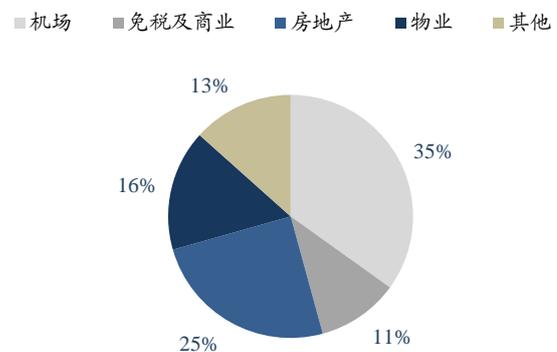
分板块来看，机场业务是主要收入来源，占整体收入的 35%。2021 年公司业务板块机场、免税及商业、房地产、物业、其他（公司 2020 年其他业务口径中不包含飞训业务，2021 年其他业务中将飞训及酒店业务合并列示，本文统一使用 2021 年口径列示其他业务）收入分别为 15.8/4.9/11.2/7.3/6.0 亿元，分别同比+18%/+100%/-71%/+27%/+38%。机场板块随着三亚凤凰机场收入提升稳步增长，免税及商业板块受益于离岛免税政策红利释放及消费回流趋势，海南离岛免税市场整体销售额扩大带动公司免税及商业板块收入高增。随着房地产业务的逐渐聚焦，占比将进一步减少。

图4：2017-2022H1 海南机场总收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2021 年海南机场收入拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 业务拆分：凝聚自贸港优势资源，机场及免税商业资产稀缺

2.1. 机场业务：三亚凤凰机场是核心资产

海南机场控股 7 家机场、管理输出 2 家机场、参股 2 家机场，其中三亚凤凰机场是公司的核心机场，贡献机场业务近九成收入。三亚凤凰国际机场为 4E 级民用运输国际机场，是区域性枢纽机场，于 1994 年 7 月正式通航。其拥有 T1（国内）、T2（国际及港澳台）两座航站楼，可满足年旅客吞吐量 2000-2500 万人次。根据 2021 年数据，三亚凤凰机场实际年旅客吞吐量全国排名第 19，占到公司并表机场总量的 85.3%。2020 年三亚凤凰机场收入 11.6 亿元，当年对公司机场板块贡献约 86% 的收入，与旅客吞吐量占总量比例基本相当。

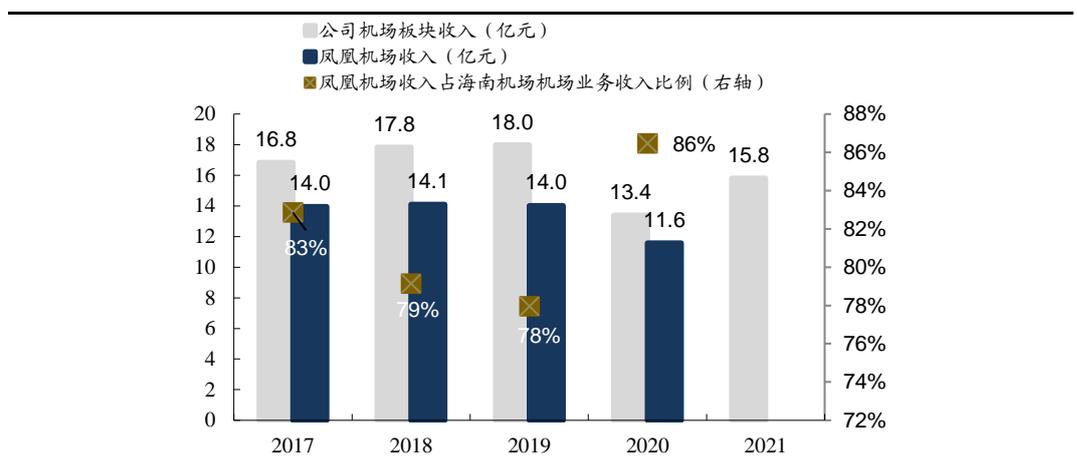
表2: 海南机场控股及管理输出机场一览

机场名称	持有方式	所属省份	旅客吞吐量(万人)	全国排名
三亚凤凰机场	控股	海南省	1663	19
琼海博鳌机场	控股	海南省	70.3	111
潍坊南苑机场	控股	山东省	68.0	113
安庆天柱山机场	控股	安徽省	59.7	121
唐山三女河机场	控股	河北省	39.4	146
满洲里西郊机场	控股	内蒙古自治区	24.6	175
营口兰旗机场	控股	辽宁省	15.2	200
松原查干湖机场	管理输出	吉林省	5.3	227
三沙永兴机场	管理输出	海南省	3.6	235

数据来源: 公司公告, 中国民航局, 东吴证券研究所

注: 排名及旅客吞吐量均为 2021 年数据, 排名基于旅客吞吐量高低排序

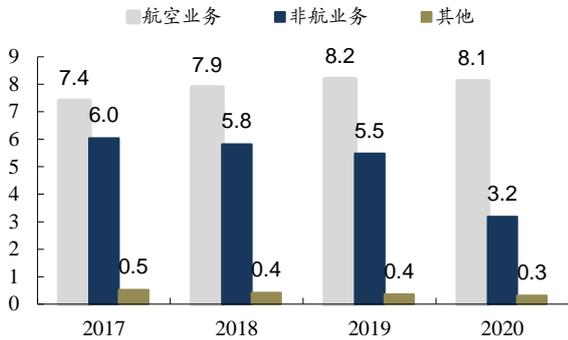
图6: 2017-2021 年公司机场板块收入及凤凰机场收入



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

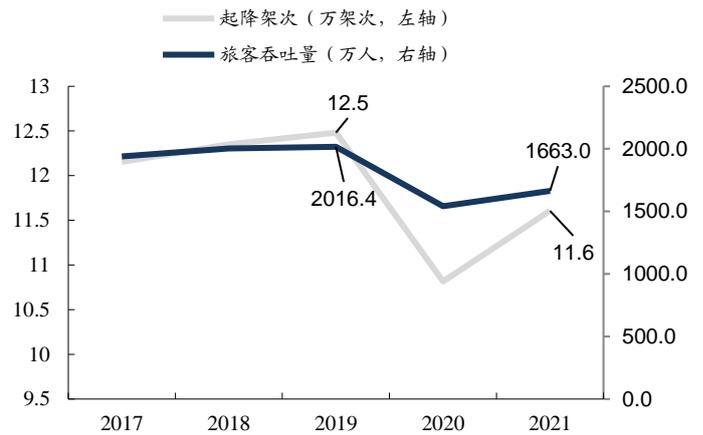
凤凰机场收入主要来源于航空业务, 未来非航业务高成长有望带来弹性。2020 年凤凰机场航空性、非航及其他业务收入分别为 8.1/3.2/0.3 亿元, 占凤凰机场整体营收的比重分别为 70%/27%/3%。2020 年疫情对于机场场地租赁服务影响较大, 从而导致非航业务收入下滑明显。2020 年 12 月 30 日凤凰机场免税店正式开业, 免税店贡献机场租金成为未来的收入增长支点。在 2021 年三亚机场起降架次/旅客吞吐量分别较上一年增长 7%/8% 的情况下, 带动海南机场整体机场业务收入提升了 18% 至 15.8 亿元。

图7: 2017-2020 年凤凰机场收入拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

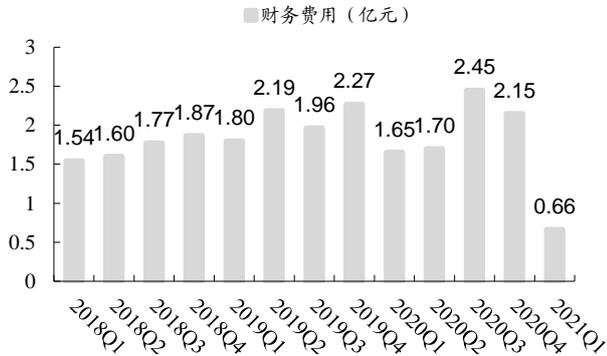
图8: 2017-2020 年凤凰机场架次及旅客吞吐量情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

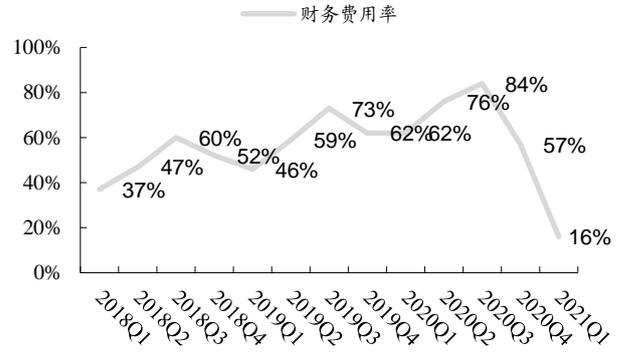
凤凰机场重整后财务费用率大幅下行。2017 年起凤凰机场持续扩建, 2018 年三期改扩建工程竣工, 进一步提升了凤凰机场的财务费用, 同时疫情爆发及反复也使得公司业务受限。2021 年公司进入重整程序, 化解了公司债务危机, 改善公司资产负债结构, 2021Q1 公司财务费用率下降至 16%。

图9: 2018-2021Q1 三亚凤凰机场财务费用



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

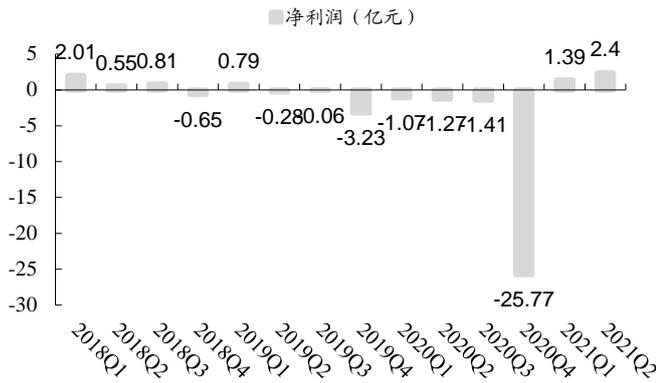
图10: 2018-2021Q1 三亚凤凰机场财务费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

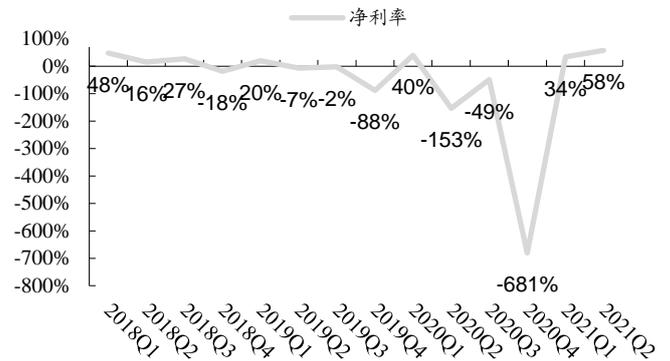
收入提速叠加费用下行, 2021 年以来凤凰机场盈利能力回正。2020 年以来, 受较高财务费用以及疫情影响, 凤凰机场业绩承压。2021 年起, 凤凰机场受益自贸港建设及赴岛旅游的持续恢复, 叠加费用持续改善, 整体扭亏为盈, 2021 年 Q1/Q2 单季度分别实现净利润 1.4/2.4 亿元。

图11: 2018-2021Q2 三亚凤凰机场归母净利润



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

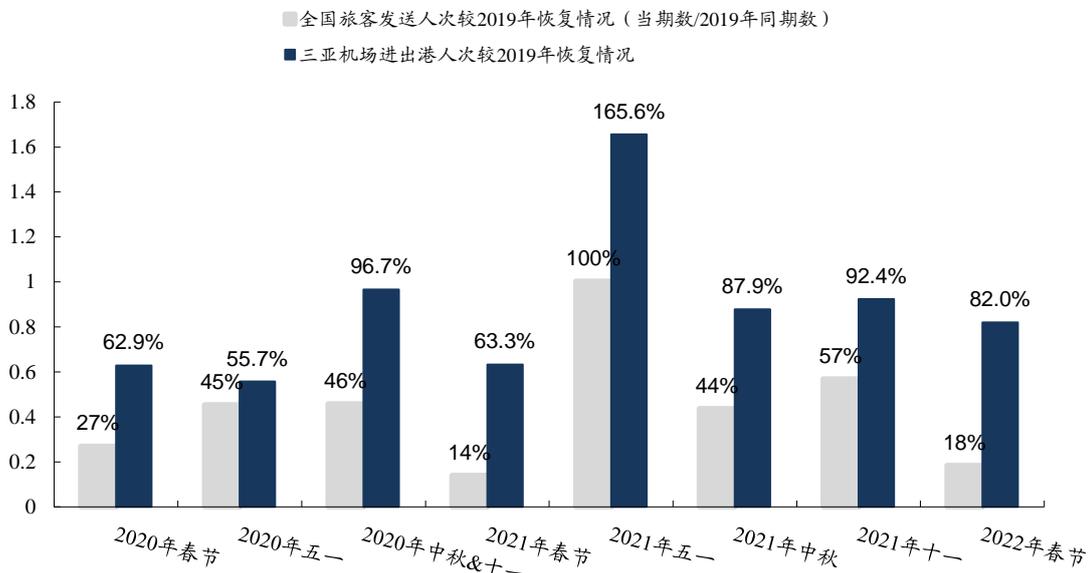
图12: 2018-2021Q2 三亚凤凰机场归母净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

三亚机场客流恢复程度领先于全国出行修复, 但距离 2019 年客流正常状态仍有空间。疫情以来, 三亚凤凰机场进出港人次恢复节奏大幅领先于全国出行数据修复。但仅有 2021 年五一小长假实现了客流超过 2019 年同期水平。其余节假日客流状况均仍未恢复。从全年数据看, 2021 年实现飞机起降架次 11.6 万架次、旅客吞吐量 1663 万人次恢复至 2019 年疫情前同期 93%/82%, 仍未恢复到正常客流状态。因而三亚凤凰机场是在业务数据未恢复至正常水平的情况下, 实现了亮眼的盈利水平, 业绩向上仍有弹性。

图13: 疫情以来重要节假日期间三亚机场进出港人次恢复状况大幅领先于全国出行修复程度



数据来源: 交通部、三亚市旅游和文化广电体育局、东吴证券研究所

2.2. 免税及商业业务: 多角度参与海南离岛免税市场

公司通过参股及提供免税经营场地两种方式深度参与海南离岛免税市场。截至 2022 年 9 月, 已知的海南离岛免税经营主体及其运营的 10 家免税店具体情况梳理见下表。

海南机场通过参股及提供场地的方式共计成为 4 家离岛免税运营主体的利益方。其中公司对三亚凤凰机场、海口美兰机场免税店（包括 T1 和 T2 两家免税店）分别占股 49%，为三亚凤凰机场免税店、中免海口日月广场免税店及海控全球精品免税城提供场地。公司参股免税店获得收益在报表的投资收益中体现；为三亚凤凰机场免税店提供场地获得租金体现在三亚凤凰机场的非航收入中；为日月广场两免税店（分别是中免海口日月广场店及海控全球精品免税城）提供场地获得收入确认在免税及商业业务板块。

表3: 截至 2022 年 10 月海南离岛免税经营主体（预期）及免税店一览表

实控人	上市公司	上市公司控制经营主体	离岛免税店	上市公司实占权益	开业时间	经营面积 (万方)	其他利益方
国务院 国资委	中国中免	三亚市内免税店	三亚国际免税城	100%	2014/9	7.2+3.4	-
		中免凤凰机场免税品有限公司	三亚凤凰机场免税店	51%	2020/12	0.08	海南机场占股 49%；海南机场（三亚凤凰机场）提供场地
		中免(海口)国际免税城有限公司	海口国际免税城	100%	预计 2022 年内开业	15	-
		海免(海口)免税店有限公司	海口日月广场免税店	51%	2019/1	1.95	海南旅投占股 39%；海南机场提供场地
		琼海海中免免税品有限公司	博鳌免税城	51%	2019/1	0.42	海南旅投占股 39%
		海免海口美兰机场免税店有限公司	海口美兰机场 T1、T2 共计 2 家免税店	26%	T2 2021/12	T1: 0.86 T2: 0.93	海南机场占股 49%；海南旅投占股 20%；美兰空港（海口美兰机场）提供场地
海南省 国资委	海汽集团（拟注入）	海南旅投免税品有限公司	海旅免税城	100%	2020/12	9.5	居然之家提供场地
	海南发展（拟注入）	全球精品（海南）免税城有限公司	全球精品免税城	-	2021/1	2.74	海南机场提供场地
深圳市 国资委	-	深免集团(海南)运营总部有限公司	观澜湖免税城	-	2021/1	2	-
国务院	-	中服(三亚)免税品有限公司	三亚国际免税购物公园	-	2020/12	1.5	-
北京市 国资委	王府井	北京王府井免税品经营有限责任公司	王府井免税港	100%	预计 2023 年 1 月开业	10.25 (建筑面积)	-

数据来源：各公司官网，爱企查，东吴证券研究所

2021 年，公司免税及商业业务实现营业收入 4.90 亿元。公司通过自持物业提供免税店场地租赁取得租金收入约 1.69 亿元，收取免税提货点租金收入 0.57 亿元，其余为商业物业租赁收入。另外，公司参股投资免税业务取得投资收益 3.05 亿元。在上述离岛免税运营主体之外，公司还持有口岸免税店海南海航中免 50% 股权，海南海航中免主要经营海口美兰、三亚凤凰 2 家机场口岸免税店及 7 家机上免税店。下面我们主要梳理四家离岛免税店的基本情况：

（1）日月广场场地租赁：中免海口日月广场免税店、海控全球精品免税城

日月广场项目位于海口市中心城区，由公司自主经营。日月广场位于海口市 CBD 省府景观中轴线核心位置，占地面积 238.17 亩，总建筑面积约 48 万平米。中免海口日月广场免税店及海控全球精品免税城均在此运营。

图14: 海口日月广场布局图



数据来源: 公司官网, 赢商大数据, 东吴证券研究所

中免海口日月广场免税店位于日月广场射手座及双子座, 由海免(中免控股 51%) 经营, 规划总建面 2.2 万方, 经营面积 1.95 万平方米。项目分为 2 期: (1) 2019 年 1 月: 首期开业, 主要包括香水、化妆品、护肤品等品牌, 规划面积 1.3 万方; (2) 2019 年 6 月: 二期开业, 主要包括奢侈品牌及服饰品牌, 规划面积 0.9 万方。

表4: 中免海口日月广场免税店基本信息

	位置	规划面积	开业时间	品类描述
一期	海口市日月广场射手座 L 层	1.3 万方	2019 年 1 月	香水化妆品、精品、食品百货等 38 大类免税商品, 共 100 多个国际知名品牌
二期	海口市日月广场双子座 1-2 层	0.9 万方	2019 年 6 月	主要是奢侈品牌及服饰, 涵盖 Burberry、Valentino、Alexander McQueen、Tod's、Chloe 等国际大牌

数据来源: 海南省旅游和文化广电体育厅, 东吴证券研究所

海控全球精品免税城位于日月广场摩羯座及水瓶座, 是海发控旗下的首个海南离岛免税项目, 规划总建面 3.89 万方, 目前已开业 2.74 万方。项目共分为 3 期: (1) 2021 年 1 月底: 摩羯座首层开业, 规划面积 3000 平方米; (2) 2021 年 8 月底: 水瓶座 1-3 层开业, 规划面积 2.78 万平方米; (3) 预计 2022 年内: 摩羯座 1-2 层重奢品牌店筹开。免税城正在积极与国际顶级奢侈品牌洽谈, 重奢品牌引入将助力消费回流, 持续推动离岛免税发展。

表5: 海控全球精品免税城基本信息

	位置	规划面积	开业时间	品类描述
一期	海口市日月广场摩羯座 1层	0.3 万方	2021 年 1 月	香化、酒水、太阳眼镜及数码等 100 多个国际一线品牌
二期	海口市日月广场水瓶座 1-3 层	2.78 万方	2021 年 8 月	香化、精品、数码以及部分重奢等，目前已完成 200 多家国际品牌招商
三期	海口市日月广场摩羯座 1-2 层	0.6 万方	规划中	重奢品牌

数据来源：海口市政府，海口日报，东吴证券研究所

公司将以日月广场为中心，加快免税商业开发，建成国内最大免税商业集群。公司在第二次债权人会议中表示，公司将加快海口日月广场周边地块的商业开发，以日月广场为中心，打造海南省最大的高档商业和免税商业集群，力争未来 3 年日月广场免税面积扩展到 10 万平米。

(2) 参股投资：中免凤凰机场免税店、海口美兰机场免税店 T1+T2

凤凰机场免税店位于凤凰机场 T1 航站楼 206-208 登机口附近，总规划面积约 6800 平方，目前首期开业 800 平方。中国中免、海南机场分别持股凤凰机场免税店 51%/49%，同时海南机场提供场地。免税店项目共分为 3 期：(1) 首期：经营面积 800 平，2020 年 12 月开业；(2) 二期法式花园：规划面积 5000 平，截至 2021 年 9 月已完成主体结构封顶；(3) 三期：规划面积 1000 平，2022 年 4 月发布项目建设工程中标公告。

表6: 中免凤凰机场免税店基本信息

	位置	规划面积	开业时间	品类描述
一期	凤凰机场 T1 航站楼 206-208 登机口	800 平方	2020 年 12 月	以香水化妆品、酒水、手表配饰及食品为主，涵盖 100 余个国际知名品牌
二期	凤凰机场航站楼	5000 平方	2021 年 9 月已完成主体结构封顶	计划引入多个国际一线奢侈品牌
三期	凤凰机场航站楼	1000 平方	2022 年 4 月发布三期项目建设工程中标公告	-

数据来源：公司公告，海南招标网，东吴证券研究所

海口美兰机场免税店位于美兰机场 T1、T2 航站楼，合计经营面积约 1.8 万方。美兰机场免税店为中免旗下海免实际运营，股权上由中免、海旅、海南机场共同持有，美兰空港提供场地。免税店项目共分为 2 个区域：(1) T1 航站楼：从 2011 年 12 月开业起至 2014 年 6 月，经过多次扩建及升级，东区免税店营业面积增加到 6000 平方，同时在 2015 年财政部批准美兰机场免税店扩大营业面积 6396 平方米的基础上，免税店扩建至西区；(2) T2 航站楼：2021 年 12 月美兰机场二期正式运营，T2 航站楼免税店也同步开业，经营面积达 9313 平方。截至 2021 年底 T1、T2 航站楼的离岛免税店合计经营面积约 1.8 万方。

表7: 海口美兰机场免税店基本信息

	位置	规划面积	开业时间	品类描述
T1 东区一期		0.22 万方	2011 年 12 月	A 区为箱包和食品、B 区为香水和化妆品, 店面首次上架 1070 个单品, 共有 1.6 万余件
T1 东区二期		0.15 万方	2012 年 7 月	店面扩建
T1 东区三期	海口美兰机场 T1 航站楼隔离区内	0.13 万方	2014 年 1 月	主要包括首饰、香水、鞋履、眼镜、化妆品等品类, 共计入驻国际知名品牌 44 个升级改造
T1 东区扩建		0.1 万方	2014 年 6 月	
T1 西区		批准 0.64 万方	2015 年 11 月	引进了 Bottega Veneta、Versace 等奢侈品牌, 增加了珠宝腕表区、箱包区、服饰区、糖果玩具区和国际潮流名品区
T2	海口美兰机场 T2 航站楼隔离区内	0.93 万方	2021 年 12 月	经营涵盖香化、精品、手表、首饰、酒类、食品、电子产品等免税商品品类

数据来源: 公司公告, 海南省旅游和文化广电体育厅, 东吴证券研究所

公司参与的 4 家离岛免税主体销售额共计占 2021 年离岛免税总额 29%, 实际体现在报表的免税相关收益绝对值占到全岛免税销售额的 1% 左右。2021 年海南省离岛免税销售额约 505 亿元, 公司参与的免税店销售额共计约 146 亿元, 占比约为 29%。据公司披露数据估算, 多角度参与离岛免税实现收益总额 (几乎转化为营业利润) 约占同期离岛免税销售额的 1% 左右。随着美兰机场及三亚机场免税店面积扩充, 该占比有望继续提升。通过高流量物业供租及参股深度参与海南离岛免税市场的海南机场, 将持续受益于离岛免税市场规模扩容。

图 15: 公司多角度参与离岛免税收益占全岛免税销售额比例在 1% 左右



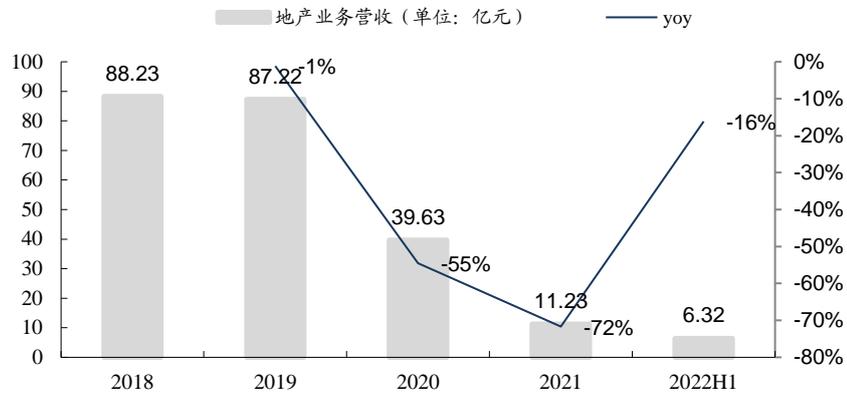
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2.3. 地产、物业及其他业务: 去房地产化, 依托机场资源稳步发展

破产重整后全面梳理地产业务, 逐步推进“去房地产化”聚焦临空产业。公司重整完成后加快存量地产项目去化, 2019-2022H1 地产业务营收分别同比收缩

1%/55%/72%/16%，未来将集中力量推动海口市大英山 CBD 片区核心商圈开发建设，同时推动传统地产业态转型升级，聚焦临空经济。公司依托资源优势，参与美兰机场空港一站式飞机维修基地、三亚保税物流中心等多个临空产业项目，打造未来增长点。

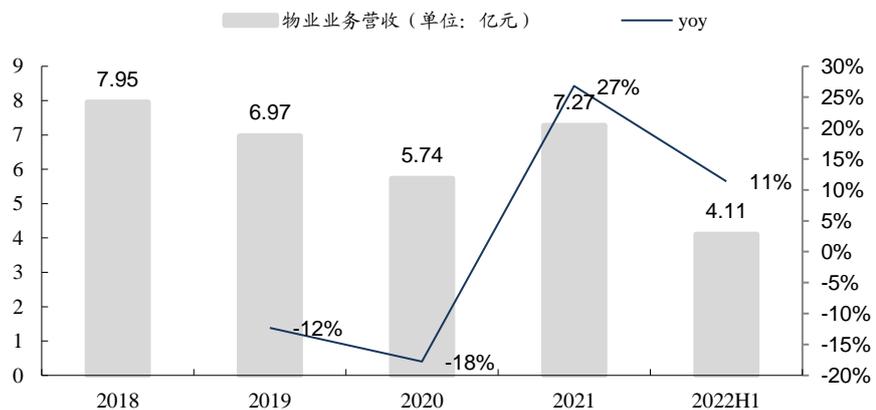
图16: 地产业务全面梳理，逐步聚焦



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司旗下海南物管是海南本土规模最大的物业服务企业。公司全资子公司海南物管集团股份有限公司原名海航物业管理有限公司，重整改名“海南物管”后业务稳步扩张，在 2022 年中国物业服务百强企业中列第 30 位。2019-2022H1 物管业务分别同比增长-12%/-18%/27%/11%。公司物业业务未来将重点以航空机场产业园、政府企事业单位、住宅商业写字楼等业态为核心拓展目标，进行多元化拓展。

图17: 物业业务依托原有房地产业务及未来自贸港资源优势稳步扩张



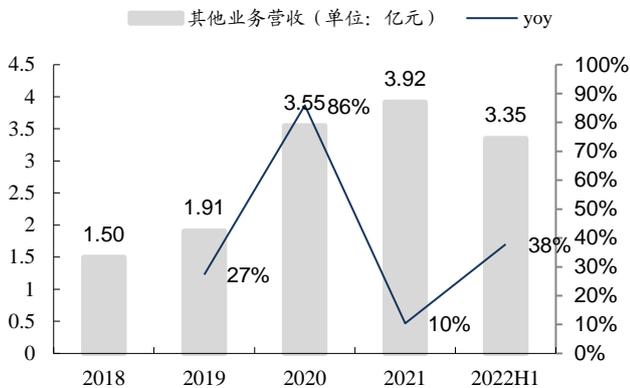
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

其他业务主要包含酒店及飞行训练业务。酒店业务主要包括 2 家自有自管酒店：海南迎宾馆酒店、三亚凤凰机场酒店；委托管理酒店 2 家：海口希尔顿酒店、儋州福朋喜来登酒店；在建拟筹开酒店 1 家：琼中福朋喜来登酒店，运营及筹开客房共计近 2000 间。酒店业务 2020/2021H1 分别实现 1.3/0.7 亿元营业收入。天羽飞训为公司 2020 年围绕临空产业相关业态进行布局收购而来，通过开展乘务训练基地、输出社会职业培训产

品等方式开展业务。飞行训练业务 2020/2021H1 分别实现 3.2/1.7 亿元收入。两业务合并披露后维持良好增长态势，2021/2022H1 实现加总后营收同比增长 10%/38%。

图18: 其他业务主要包含酒店及天羽飞训

图19: 2020/2021H1 酒店及飞行训练业务营收情况



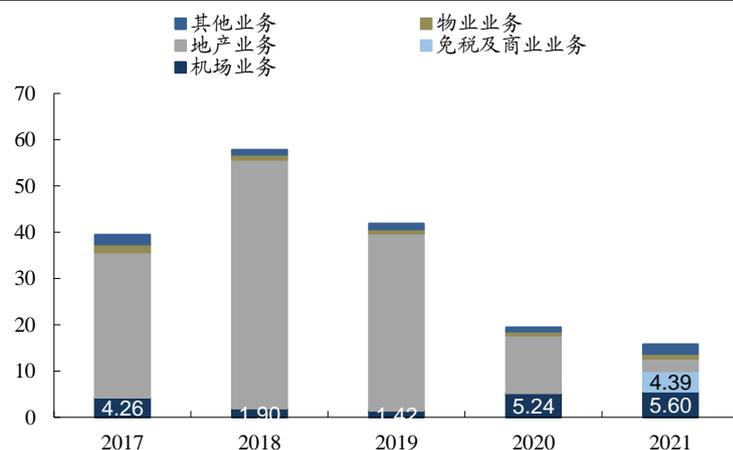
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2.4. 业务结构调整基本到位，自贸港核心基础设施运营商乘风破浪

机场、免税与商业业务挑起利润大旗，房地产业务逐步调整。重整前，公司主要利润依靠房地产业务贡献。重整后，贡献“一次性”利润的房地产开发业务逐步收缩，取而代之的是持续运营模式为主的机场、免税与商业、酒店及物管等运营服务性质业务来贡献主要的毛利。2021年机场/免税及商业业务分别贡献毛利 5.6/4.4 亿元，分别占整体毛利的 35%/28%。公司业务模式更加健康，深耕自贸港稳步、可持续发展。

图20: 2017-2021 年公司各业务板块毛利贡献情况 (单位: 亿元)

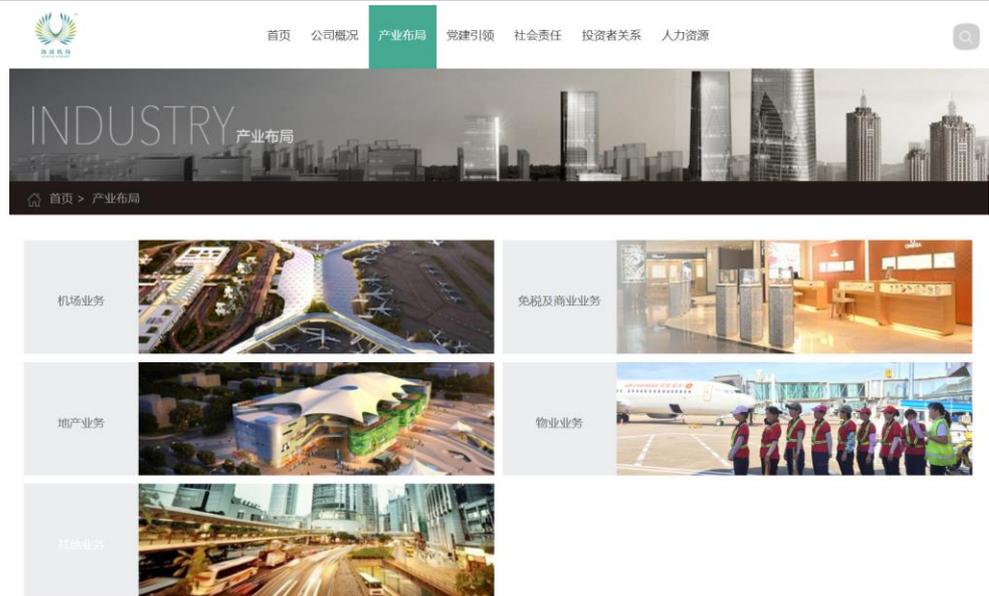


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

公司已初步围绕海南自贸港建设构建“一本两翼”业态新格局。随着房地产业务战线逐步整理收缩，公司立足以机场主业为根本，以免税商业地产、物管酒店服务为两翼，围绕机场运营服务主业，发挥海口美兰机场、三亚凤凰机场、海口日月广场“三个码头”优势做大免税市场规模，物管酒店服务依托原有地产项目及资源能力稳步拓展。围绕自贸港核心基础设施建设这一核心目标，提供项目开发、工程建设、招商运营、物业管理

于一体的全链条服务能力。

图21: 公司已初步构建“一本两翼”业务架构



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

3. 海南自贸港政策东风助力海南机场多角度长期扩张

3.1. 海南自贸港方案打开机场业务长期空间

3.1.1. 机场的持续扩容是达成贸易自由、人员流动自由的底层要求

海南自贸港总体建设方案 2020 年 6 月颁布, 目标 2025 年实现贸易投资自由化便利化, 2035 年全面实现贸易、投资、跨境资金流动、人员进出、运输往来等五项要素的自由便利。方案对自贸港的制度建设进行了分步骤、分阶段安排。其中要求在 2025 年前围绕贸易投资自由化便利化有序推进开放进程, 适时启动封关运作; 到 2035 年前全面推进高水平自由贸易港的基本制度安排和政策落地。方案规划明确清晰, 为海南自贸港的稳步发展指明了路径。

表8: 《海南自由贸易港总体建设方案》政策归纳

政策体系	具体目标
贸易政策	<p>贸易自由便利:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 货物全岛封关运作, 货物贸易以“零关税”为基本特征, 一线放开、二线管住、岛内自由; ■ 服务贸易“即准入又准营”, 实施跨境服务贸易负面清单制度, 破除壁垒、给予境外服务提供者国民待遇。
金融政策	<p>投资自由便利:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 大幅放宽市场准入, 实施“非禁即入”, 对外商投资实施准入前国民待遇加负面清单管理制度。实施以过程监管为重点的投资便利制度。建立健全公平竞争制度, 完善产权保护制度。

跨境资金流动自由便利:

■ 分阶段开放资本项目，有序推进海南自贸港与境外资金自由便利流动。通过金融账户隔离建立资金“电子围网”。便利跨境贸易投资资金流动。率先在自贸港落实金融业扩大开放政策，加快金融改革创新。

财税政策

按照零关税、低税率、简税制、强法治、分阶段的原则，逐步建立相适应的税收制度。

■ **零关税:** 封关运作、简并税制后，允许自贸港进口的商品免征进口关税。

■ **低税率:** 企业所得税、个人所得税优惠税率。

■ **简税制:** 改革税种制度，降低间接税比例。实现税种结构简单科学、税制要素充分优化、税负水平明显降低、收入归属清晰、财政收支大体均衡。

强法治: 避免成为“避税天堂”。

人员进出自由便利:

产业政策

■ 打造人才聚集高地。运输来往自由便利：实施高度自由便利开放的运输政策，推动建设西部陆海新通道国际航运枢纽和航空枢纽。

数据安全有序流动: 有序扩大通信资源和业务开放。

现代产业体系: 大力发展旅游业、现代服务业、高新技术产业。

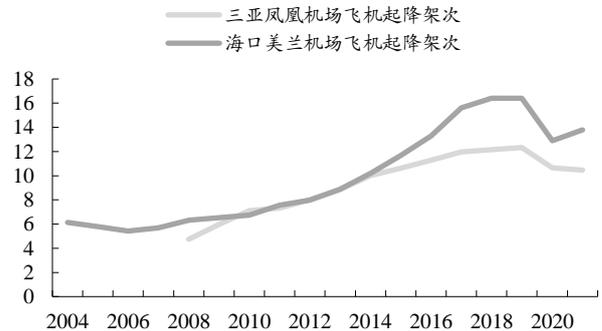
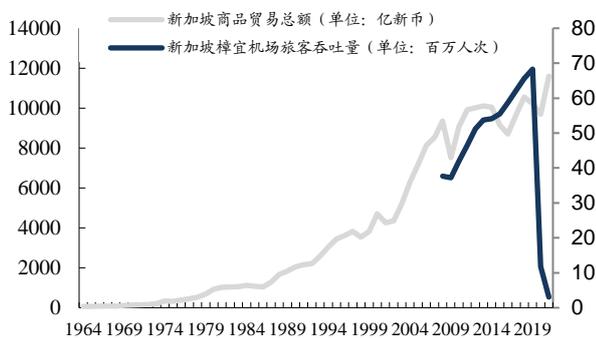
数据来源：《海南自由贸易港总体建设方案》、东吴证券研究所

商流、客流螺旋式提升对交通基础设施提出新要求，三亚凤凰机场扩容刻不容缓。

在制度建设基本形成贸易、人员流动自由的框架后，海南岛上商流、客流将持续增长。参照新加坡自贸港历史数据，1960年代从转口贸易转向吸引外资提升本国工业并释放相应政策后，商品贸易持续增长，从1964年的63亿新币到2019年的1.02万亿新币，55年CAGR高达9.7%。与此同时新加坡樟宜机场规模也持续扩大，以支持人员往来，旅客吞吐量从2008年的3770万人到2019年的6830万人，11年CAGR5.6%。反观海南两主要机场，尤其是三亚凤凰机场，由于产能受限，在2019年前起降架次增长已进入瓶颈，2014-2019年飞机起降架次的5年CAGR仅为4.3%。因此，在海南自贸港建设的总体框架下，三亚凤凰机场的扩容具备了确定性的方向支撑和更广阔的长期空间。

图22: 新加坡商流及客流（右轴）疫情前持续提升

图23: 海南两主要机场飞机起降架次（单位：万架次）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

数据来源：Wind、东吴证券研究所

3.1.2. 最高水平航权开放政策红利有望在全岛封关后持续兑现

自贸港方案首提第七航权，是国内航空枢纽最高自由度。在《海南自由贸易港总体

建设方案》中明确提出实施更加开放的航空运输政策，支持在海南试点开放第七航权，允许相关国家和地区航空公司承载经海南至第三国（地区）的客货业务。此次客、货全面开放的第七航权是我国航权方面的最高水平开放，也是世界范围内自贸港航权开放的最高水平。新加坡、迪拜等自由贸易港主要开放货运第七航权。从中国香港、新加坡等世界上其他自贸港的成功经验看，航空运输特别是航权开放政策对自贸港发展起到不可或缺的作用。可以预见的是，在第七航权放开后，将吸引一批外航增开新航线，甚至在海南建立运营基地，增强区域航空枢纽的辐射能力。

航权的放开是对海南自贸港远期航空枢纽需求的重要保障，政策红利有望在全岛封关后持续兑现。此前已在海南开放第三、四、五航权，叠加试点开放的客货运第七航权，航司可以建立更加便利、通达的航空运输网络。航权开放政策将通过与海南自贸港各方面优惠措施和制度创新政策的叠加共同实现运输来往、贸易、人员进出的全面的自由便利。全通封关后，各项政策将陆续推进落地，进一步释放政策红利。

表9：航权的基本概念

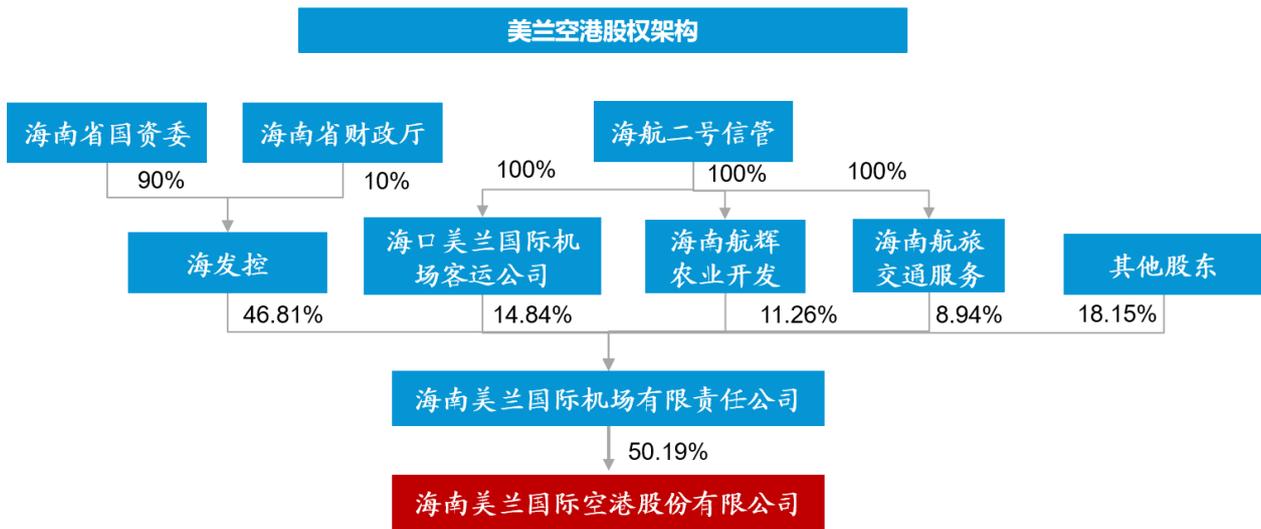
	具体含义
第一航权	领空飞越权
第二航权	技术经停权
第三航权	目的地卸载权
第四航权	目的地装载权
第五航权	第三国运输权
第六航权	桥梁权
第七航权	完全第三国运输权
第八航权	境内运输权
第九航权	完全境内运输权

数据来源：空运学园、东吴证券研究所

3.1.3. 全岛主要机场统筹管理协同发展

母公司海发控实际管理海南全岛机场，统筹布局、协同发展。海南机场重整结束后海发控为实际控制人，对三亚机场、博鳌机场具有实际运营权。与此同时，海发控也成为了海口美兰机场的港股上市主体美兰空港的单一第一大股东，根据工商信息，美兰空港母公司“海南美兰国际机场有限责任公司”的董事长于2022年9月更换为海南机场董事长杨小滨，说明实际俩机场的高层管理班子趋向于融合。至此，海南三大机场均在海发控的统筹指导下，对海南自贸港航空枢纽的统筹指导有利于机场各自发挥优势，协同成长。

图24: 美兰空港股权结构架构 (截至 2022 年 10 月)



数据来源: 天眼查、东吴证券研究所

表10: 海南省民航旅客吞吐量分布情况

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
全省民航旅客吞吐量 (万人次)	4471	4494	3249	3489
其中: 海口美兰机场	2412	2422	1649	1752
三亚凤凰机场	2004	2016	1541	1663
博鳌机场	55	56	56	70

数据来源: 海南省交通厅、中国民航网、东吴证券研究所

3.2. 离岛免税政策红利持续释放, 海南机场牵头发挥码头效应

离岛免税政策逐年放开, 拉动销售额持续提升。2011 年 3 月, 配合海南国际旅游岛建设, 财政部发布《关于开展海南离岛免税购物政策试点的公告》, 海南离岛免税市场正式开启。后多次提升购物限额, 扩大商品种类, 扩充潜在客群和购物场景。到 2020 年 6 月为支持海南自贸港建设, 再次将购物限额从 3 万大幅上调至 10 万元。回顾离岛免税规模十年, 从首年 9.7 亿元人民币提升至 2021 年的 495 亿元, 实现 10 年 50 倍惊人跨越。若按照海南商务厅口径考虑离岛免税商在海南实现销售收入则达到近 600 亿元。

表11: 历年财政部下发有关离岛免税政策条件逐步放宽

政策时间线	政策内容
2011 年 4 月 20 日	购物限额为 5000 元, 本省人员年限购 1 次, 岛外旅客年限购 2 次; 商品品种 18 大类; 购买人为: 年满 18 周岁、乘飞机离岛但不离境的国内外旅客, 包括本省居民。
2012 年 11 月 1 日	购物限额提高到 8000 元; 商品品种扩大到 21 类, 放宽 18 种商品的单次购物数量限制; 购买人年龄调整为年满 16 周岁。
2015 年 3 月 20 日	商品品种扩大到 38 类, 再放宽 10 种商品单次购物数量限制。

2016年2月1日	非岛内居民每人每次免税购物限额调整至1.6万元，取消购物次数限制；开设网上销售窗口。
2017年1月15日	购物对象扩大到乘坐火车的离岛旅客。
2018年12月1日	购物限额调整至3万元，取消本岛离岛旅客购物次数限制；增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备，每人每次限购2件。
2018年12月28日	购物对象扩大到乘坐轮船的离岛旅客。
2020年7月1日	购物限额调整至10万元，不限购买次数；商品品种由38种增至45种；取消单件商品8000元免税限额规定；以额度管理为主，大幅减少单次购买数量限制的商品种类，只限制手机、酒、香化产品单次数量。
2021年2月2日	新增岛外旅客“邮寄送达”和本岛居民“返岛提取”提货方式。

数据来源：政府网站、东吴证券研究所

海南机场手握海口美兰机场、三亚凤凰机场两免税店股权，及三亚机场、日月广场等关键免税运营地段运营权，充分发挥码头效应。随着离岛免税规模的逐步提升，客流的持续聚集，海南机场的“三个码头”将持续受益于离岛免税政策红利。尤其是三亚机场作为高端旅游目的地“中国夏威夷”三亚的直接上岛要道，有望充分受益于三亚的高净值客户聚集效应。

图25：海口三亚接待游客数复苏稳健（单位：万人）



数据来源：海口及三亚旅游和文化广电体育局、东吴证券研究所

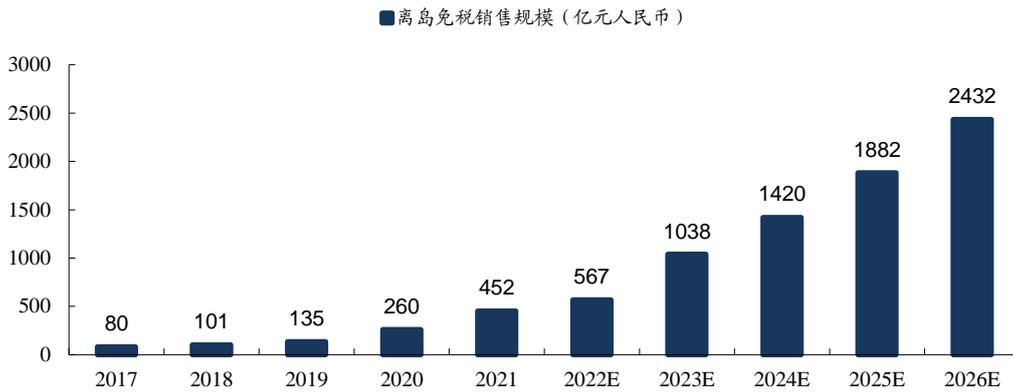
图26：三亚单游客贡献收入较海口显著高（单位：元）



数据来源：海口及三亚旅游和文化广电体育局、东吴证券研究所

离岛免税政策是自贸港制度体系中的重要政策红利，离岛免税销售规模2025年有望超1500亿规模。2020年离岛免税新政将旅客购物限额从3万提升至10万，叠加疫情中断国际旅游，使得离岛免税销售规模增长提速，成为目前国内最大的免税销售市场。根据弗若斯特沙利文预测，离岛免税规模到2025年有望超1500亿元，较2021年增长两倍以上。海南机场的产业卡位能够确定性受益于离岛免税规模的增长。

图27: 据弗若斯特沙利文预测, 离岛免税销售规模有望在 2025 年超过 1500 亿元



数据来源: 弗若斯特沙利文、东吴证券研究所

注: 弗若斯特沙利文统计口径与海关有所区别, 因此两机构公布的历史数据可能有差别。

3.3. 地产及物业业务与海南自贸港建设同频共振

公司未来地产及物业业务均以海南为区域基本盘, 与海南自贸港建设同频共振。自回归国资以来, 公司加速与国资体系相互融合, 未来将依托控股股东资源, 进一步发挥各业务协同优势实现高质量发展。海发控集团定位重大基础设施投资运营主体、重要区域综合开发和运营服务商、重点产业投资发展的重要平台, 内含金融、区域综合开发、战略新兴产业、基础设施股权投资等四大产业板块。海南机场背靠海发控集团资源, 有望持续深度参与海南自贸港基础设施建设。

图28: 海南机场地产业务部分核心项目

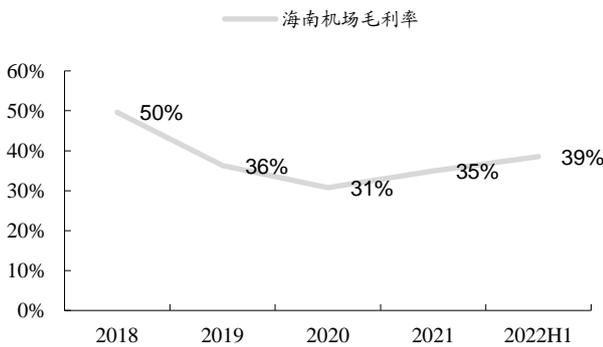
核心企业/项目		
<p>美兰空港一站式飞机维修基地 (一期) 项目 Tel: Fax: 了解详情</p>	<p>天津市东丽临空经济区 Tel: Fax: 了解详情</p>	<p>海南大厦 Tel: 0898-65205555 Fax: 了解详情</p>
<p>天羽飞训 http://www.skyplumage.com/ Tel: 0898-36606018 Fax: 了解详情</p>	<p>大英山CBD Tel: Fax: 了解详情</p>	<p>海口双子塔 Tel: Fax: 了解详情</p>

数据来源: 海南机场官网、东吴证券研究所

4. 财务分析：财务费用率回归，盈利能力持续改善

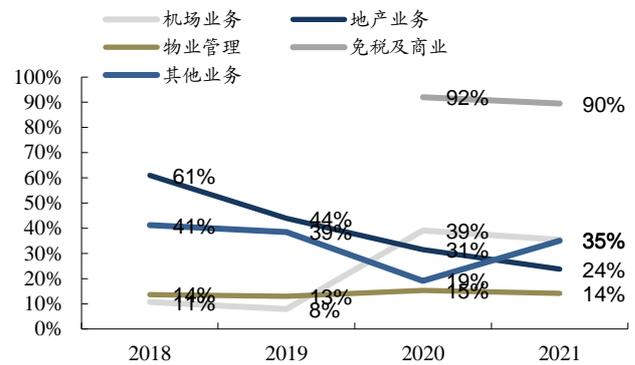
公司整体毛利率从2020年的31%逐步回升到2022H1的39%，机场及免税业务贡献主要利润。2020年，公司受疫情影响，整体毛利率有所下降，后续疫情恢复叠加离岛免税政策红利释放及消费回流趋势带动免税及商业业绩提升，公司毛利率有所回升。2021年/2022H1公司整体毛利率分别为35%/39%。分拆来看，2021年机场、免税及商业、地产、物业、其他业务毛利率分别为35%/90%/24%/14%/35%，机场及免税业务贡献主要利润。

图29：2018-2022Q1海南机场整体毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

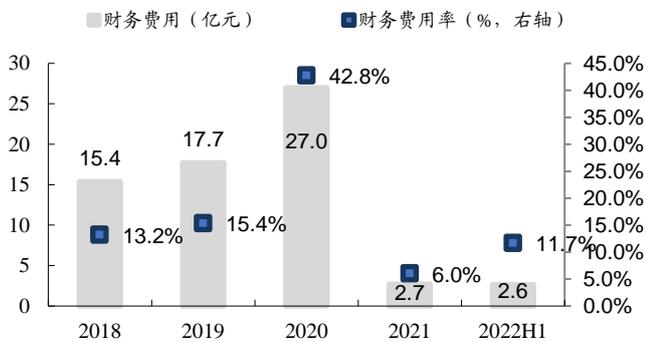
图30：2018-2021年海南机场主要业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

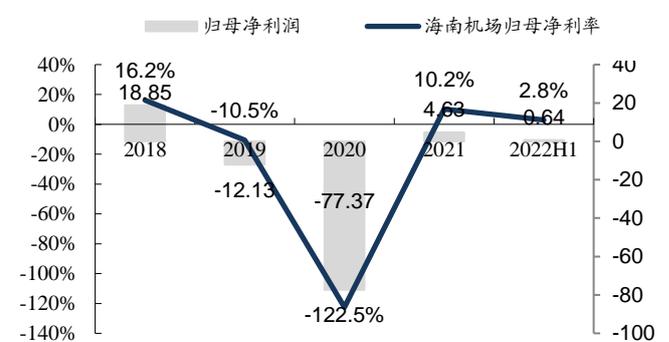
公司重整完成时，财务费用率回归，盈利能力改善。重组过程中，公司将按职工债权、税款债权、有财产担保债权、普通债权进行分类清偿，将借此减轻债务负担。2022年上半年，公司财务费用降至2.6亿元，财务费用率回归11.7%左右。海南自贸港政策红利下，公司机场、免税等多项业务属于政策鼓励范畴，持续推动公司盈利能力改善，2021/2022H1归母净利润分别为4.63/0.64亿元，归母净利率分别为10.2%/2.8%。随着海南赴岛游的修复和公司盈利结构的改善，公司净利率有望持续提升。

图31：2018-2022H1海南机场财务费用及财务费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32：2018-2022H1海南机场归母净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

出行预期: 基于 2022 年受疫情影响较大, 2023 年国内出行逐步修复, 2024 年国内出行基本恢复正常的预期, 且基于三亚机场整体产能限制, 预测三亚机场起降架次 2022-2024 年分别为 7.54/11.32/14.15 万架次, 对应同比上一年度变化为-35%/50%/25%。

机场业务: 基于三亚机场运行情况及对国内出行整体预期, 预测机场业务 2022-2024 年分别实现营收 12.37/21.01/24.87 亿元。

免税及商业业务: 主要包含日月广场等商业体的免税及有税商业租金收入, 基于 23 年仍有约 1.2 万平免税面积筹开, 预测 2022-2024 年分别实现营收 5.15/6.44/7.08 亿元。

地产、物业及其他业务: 地产方面公司从 2022 年开始启动持续去化工作, 对现有储备地块陆续动工并销售; 物业及其他业务稳步发展。

毛利率: 机场业务由于固定成本较多, 毛利率随营收涨跌呈现较大弹性; 免税及商业业务由于其租金性质保持高毛利率且略有上行; 地产、物业及其他业务毛利率维持基本稳定。

表12: 营业收入拆分预测 (营收单位: 亿元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
机场业务	13.40	15.81	12.37	21.01	24.87
YOY		18%	-22%	70%	18%
毛利率	39.1%	35.4%	27.7%	47.1%	49.2%
免税及商业业务		4.90	5.15	6.44	7.08
YOY			5%	25%	10%
毛利率		89.5%	89.5%	91.2%	91.6%
地产业务	39.63	11.23	10.11	30.32	33.35
YOY	-55%	-72%	-10%	200%	10%
毛利率	31.4%	23.8%	23.8%	23.8%	23.8%
物业业务	5.74	7.27	8.00	8.64	9.33
YOY	-18%	27%	10%	8%	8%
毛利率	15.3%	14.2%	15.7%	15.7%	15.7%
其他业务	4.38	6.03	6.94	7.63	8.24
YOY	41%	38%	15%	10%	8%
毛利率	19.1%	35.1%	35.1%	35.1%	35.1%
营收总计	63.15	45.25	42.56	74.03	82.88
YOY	-45%	-28%	-6%	74%	12%
整体毛利率	30.7%	34.9%	33.2%	36.5%	37.4%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司参股两机场免税运营主体投资收益预测见下表：预计 2022-2024 年加总分别贡献 1.58/4.53/6.77 亿元投资收益。

表13: 海南机场两机场免税运营主体投资收益预测 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
美兰机场免税店:					
营收	38.66	45.30	30.00	50.00	55.00
净利润	5.28	6.10	3.00	6.00	8.25
净利率	13.6%	13.5%	10%	12%	15%
投资收益 (实占权益 49%)	2.59	2.99	1.47	2.94	4.04
三亚机场免税店:					
营收		8.00	7.00	35.00	45.00
净利润		0.17	0.28	4.20	7.20
净利率		2.1%	4%	12%	16%
投资收益 (22年后 实占权益 37.91%)		0.06	0.11	1.59	2.73

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

预计公司三费率整体趋势为稳中有降。随着公司销售规模扩大、规模效应持续兑现, 三项费用率均稳中有降。

表14: 海南机场三费率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.7%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%
管理费用率	9.4%	24.9%	11.9%	7.4%	7.1%
财务费用率	42.9%	6.0%	11.9%	8.1%	7.3%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

综上, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 18.93/11.84/15.68 亿元。其中基于公司 2022 年 9 月 27 日公告, 在南海明珠岛二期交易项目下冲回土地出让金及相关税费合计 20.05 亿元, 预计增加 2022 年 18.6 亿元归母净利润。本次列支为非经常性损益的收益已包含在本盈利预测中, 而 2023/2024 年盈利预测中未包含未来由于逐步退出房地产业务过程中可能出现的土地或项目出让收益。

表15: 海南机场收入及归母净利润预测 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	63.15	45.25	42.56	74.03	82.88
YOY		-28.4%	-5.9%	73.9%	11.9%
归母净利润	-77.65	4.63	18.93	11.84	15.68
净利率		10.2%	44.5%	16.0%	18.9%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5.2. 投资建议

海南机场作为海南自贸港建设排头兵，在收归国有后步入发展快车道。立足以机场主业为根本，以免税商业地产、物管酒店服务为两翼，深度参与海南自贸港建设，有望持续享受自贸港政策红利。根据我们的盈利预测，海南机场 2022-2024 年对应 PE 为 25/39/30 倍。由于机场公司普遍面临的是客流受疫情影响较大，我们使用基于出行基本恢复预期的 2024 年 PE 倍数进行比较。可比公司 2024 年按市值加权平均估值为 38 倍，主要原因是上海机场作为机场板块龙头享受国际客流恢复后免税租金扣点率上行的预期溢价。基于公司本身产业布局及所处区域发展状态，我们给予公司 2024 年 38x 目标 PE，首次覆盖给予“增持”评级。

表16: 海南机场可比公司估值（截至 2022 年 10 月 19 日）

股票代码/ 简称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				P/E				投资 评级
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
600009/ 上海机场	1,410	-17.1	-21.6	21.6	33.4	-	-	65	42	增持
600004/ 白云机场	324	-4.1	-4.7	5.8	13.8	-	-	56	23	未评级
000089/ 深圳机场	133	-0.3	-7.0	0.8	4.6	-	-	175	29	未评级
三家可比公司按市值加权平均 PE									38	
600515/ 海南机场	467	4.6	18.9	11.8	15.7	101	25	39	30	增持

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：海南机场、上海机场估值由东吴证券研究所基于最新股价及盈利预测给出，白云机场、深圳机场估值根据 Wind 一致预期给出

6. 风险提示

国内及国际疫情反复影响居民出行意愿的风险：疫情出于意料的发展和政府针对疫情管控政策的持续可能影响整体出行意愿。

宏观经济风险：经济需求收缩、预期转弱，可能对公司生产经营产生负面影响。

海南自贸港建设进度不及预期的风险：因各种客观原因造成项目发展不及预期，可能对公司业绩产生负面影响。

海航基础三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	29,748	27,224	27,447	25,646	营业总收入	4,525	4,256	7,403	8,288
货币资金及交易性金融资产	10,998	4,088	2,603	6,305	营业成本(含金融类)	2,944	2,843	4,702	5,187
经营性应收款项	1,232	1,443	1,533	1,357	税金及附加	223	213	370	414
存货	12,569	11,945	8,880	5,453	销售费用	138	128	185	207
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,127	507	548	592
其他流动资产	4,949	9,748	14,431	12,532	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	31,421	33,223	34,979	36,501	财务费用	273	507	601	605
长期股权投资	2,847	2,847	2,847	2,847	加:其他收益	135	2,058	90	60
固定资产及使用权资产	9,317	10,543	11,990	13,512	投资净收益	1,255	158	453	677
在建工程	607	1,043	1,217	1,287	公允价值变动	-162	-55	-85	-105
无形资产	2,005	2,145	2,280	2,210	减值损失	-61	-5	-25	5
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	2	20	40
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	988	2,216	1,450	1,960
其他非流动资产	16,642	16,642	16,642	16,642	营业外净收支	-158	-95	1	2
资产总计	61,169	60,447	62,426	62,147	利润总额	830	2,121	1,451	1,962
流动负债	18,459	15,954	16,725	14,808	减:所得税	381	318	218	294
短期借款及一年内到期的非流动负债	353	353	353	353	净利润	449	1,803	1,234	1,668
经营性应付款项	4,251	3,889	4,269	3,366	减:少数股东损益	-14	-90	49	100
合同负债	2,683	2,275	2,821	2,075	归属母公司净利润	463	1,893	1,184	1,568
其他流动负债	11,172	9,438	9,281	9,014	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.04	0.17	0.10	0.14
非流动负债	22,350	22,350	22,350	22,350	EBIT	210	2,604	1,663	1,918
长期借款	19,976	19,976	19,976	19,976	EBITDA	688	3,151	2,257	2,546
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.94	33.20	36.48	37.41
租赁负债	566	566	566	566	归母净利率(%)	10.24	44.47	16.00	18.92
其他非流动负债	1,808	1,808	1,808	1,808	收入增长率(%)	-28.40	-5.93	73.94	11.94
负债合计	40,809	38,305	39,075	37,158	归母净利润增长率(%)	105.97	308.59	-37.43	32.36
归属母公司股东权益	19,306	21,179	22,338	23,876					
少数股东权益	1,054	964	1,013	1,113					
所有者权益合计	20,360	22,143	23,351	24,989					
负债和股东权益	61,169	60,447	62,426	62,147					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	423	-3,953	1,093	5,855	每股净资产(元)	1.69	1.85	1.96	2.09
投资活动现金流	3,564	-4,785	-876	-831	最新发行在外股份(百万股)	11,425	11,425	11,425	11,425
筹资活动现金流	4,829	-617	-617	-617	ROIC(%)	0.32	5.25	3.24	3.62
现金净增加额	8,815	-9,355	-400	4,407	ROE-摊薄(%)	2.40	8.94	5.30	6.57
折旧和摊销	478	548	594	628	资产负债率(%)	66.72	63.37	62.59	59.79
资本开支	-335	-2,443	-2,329	-2,108	P/E(现价&最新股本摊薄)	100.86	24.69	39.45	29.81
营运资本变动	4,281	-6,916	-988	3,560	P/B(现价)	2.42	2.21	2.09	1.96

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

