

自贸港核心资产，机场+免税双轮驱动

海南机场(600515)

推荐(首次评级)

核心观点:

● **服务海南自由贸易港建设，公司未来成长空间可期**

公司为海南核心交通枢纽运营商，重点服务于海南自贸港建设国家战略。伴随 2022 年公司战略重组落地，目前公司主要负责海南第二大机场—三亚凤凰机场的运营。同时，依托参股和租赁形式参与离岛免税经营，合计免税商业面积约 8 万平方米，占海南全岛免税经营面积 35%。

● **重整后依托控股股东资源，机场+免税双轮驱动发展**

2022 年公司重整成功后融入国资体系，形成以机场+免税为主，商业地产和物业、酒店等多业态协同发展格局，实现高质量发展转型。机场业务方面，受益于航站楼扩建+时刻容量增长，2025 年三亚凤凰机场旅客吞吐量有望提升至 2700-3000 万人次/年，提供稳定业绩保障。免税业务，公司发挥机场、商业区位优势，打造专业化、市场化的自贸港免税商业龙头。此外，地产业务转型临空产业园的开发建设，依托股东平台与资源，积极布局临空经济，打造未来新增长点。

● **公司看点：充分享受自贸港政策红利，离岛免税成为重要引擎**

伴随自贸港政策和离岛免税政策红利持续释放，未来公司机场和免税业务则全面受益。其中，公司免税业务壁垒深厚，通过自持核心物业叠加绑定龙头免税运营商，有望在 2023-2025 年实现快速增长，若未来与免税运营商扣点谈判落地，免税利润整体有望贡献 10 亿+利润增量。

● **行业估值的判断与评级说明**

预计公司 2022-2024 年营收各为 41.0/55.1/63.4 亿元，归母净利润 26/11/16 亿元，对应 PE 各为 20/47/35 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：海南自贸港政策推进进展低于预期；离岛免税销售进展低于预期；日月广场免税店租金谈判进展低于预期。

分析师

顾熹闽

☎: 18916370173

✉: guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070001

市场数据

2023-01-16

A 股收盘价(元)	4.86
股票代码	600515
A 股一年内最高价(元)	5.18
A 股一年内最低价(元)	3.00
上证指数	3,224.24
市盈率	00000.00
总股本(万股)	1,142,531
实际流通 A 股(万股)	917,601
流通 A 股市值(亿元)	446

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4524.55	4099.43	5505.19	6341.72
收入增长率%	-28.40	-9.40	34.29	15.20
净利润(百万元)	463.29	2628.09	1145.07	1555.84
利润增速%	105.97	467.27	-56.43	35.87
摊薄 EPS(元)	0.04	0.23	0.10	0.14
PE	117.63	20.74	47.59	35.03
PB	2.82	2.48	2.36	2.21

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

目录

一、海南机场：深耕海南，服务自贸港	2
（一）公司概况：围绕海南自贸港，主要开展机场和免税业务	2
（二）历史沿革：经历两次重大重组，回归海南国资体系	3
（三）公司治理：背靠海南省国资委，公司管理层经验丰富	5
（四）财务表现：偿债能力增强，财务安全性提升	6
二、业务分析：机场+免税业务壁垒深厚，地产开发业务有序退出	7
（一）机场业务：公司根基业务，核心资产为三亚凤凰机场	7
（二）免税及商业：发挥三大码头优势，拓展离岛免税业务	9
（三）其他业务：加大临空产业布局，弱化传统地产业务	11
三、核心业务乘政策东风，未来成长性有望释放	14
（一）核心业务全面围绕自贸港发展，将充分享受自贸港政策红利.....	14
（三）离岛免税政策红利持续释放，公司有望全面受益	17
四、盈利预测与估值	20
五、风险提示	20

一、海南机场：深耕海南，服务自贸港

（一）公司概况：围绕海南自贸港，主要开展机场和免税业务

以机场运营服务为根本，协同发展免税商业地产等业务。公司自 1993 年成立以来，主营业务几经变化，目前依托海南自贸港建设，构建以机场主业为根本，以免税商业地产、物管酒店服务为两翼，以临空、资本为两大驱动引擎的“一本两翼双引擎”业态新格局。截止 2022 年 6 月，公司参控股及管理输出机场共 11 家，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 5 家免税店；在建及土地储备项目 23 个，在管物业项目共计 162 个。目前海南机场在行业内竞争力一般，但长期来看，政策上具有得天独厚的优势。

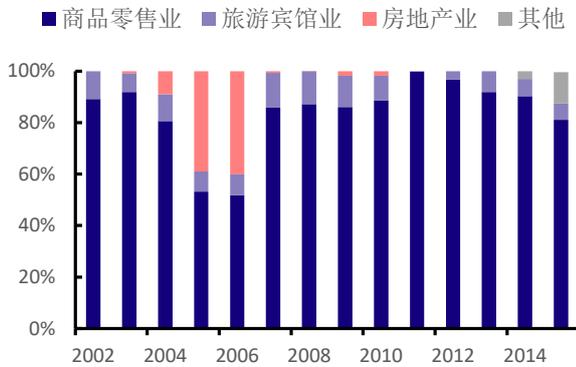
表 1：海南机场历史沿革

时间	事件
1993	第一投资招商股份有限公司成立
2002	公司在上海证券交易所上市，开始投资房地产开发业务
2003	“非典”影响导致业务收入大幅下降，望海大酒店停业 7 个月改造装修
2004	房地产业务因“阳光·经典”的部分房产被诉前查封而受到影响，望海国际大酒店升至准四星酒店
2005	因债务纠纷，公司持有的海南可口可乐饮料有限公司和湛江中粮可口可乐饮料有限公司的股权被公开拍卖
2006	公司面临严重的债务危机，年底进入股权分制改革程序
2007	公司实控人变更为大通建设，并与原控股股东第一投资集团进行债务重组，与现控股股东大通建设集团进行资产重组
2008	银行负债重、财务费用过高的原因，导致净利润亏损 7,638 万元；公司发行股票购买资产事宜未在有效期内获得核准
2009	公司实控人变更为海南航空股份有限公司工会委员会；公司已与大部分债权人达成债务重组协议
2010	成功实现扭亏为盈，实现净利润 7,258 万元，消除退市风险
2011	抢抓海南国际旅游岛建设历史机遇，启动了民生百货大楼升级改造；望海酒店拆除并改建为生态购物广场
2012	进一步做大做强商业零售百货业务，剥离非主业低效资产，对外出售所持第一物流 52% 股权。
2013	收购海南海航迎宾馆有限公司 100% 股权；公司实现营业收入 10.36 亿元，比上年同期增长 21.65%
2014	受电商冲击，望海国际销售额增速持续放缓；5 月完成债务发行项目，发行总额 3 亿元，期限 5 年
2015	新增工程业务累计签订战略框架协议约 18.9 亿元，对公司整体经营业绩起到了促进作用；6 月启动重大资产重组项目
2016	公司顺利完成重大资产重组项目，推进企业战略转型和管控提升；主营业务新增机场业和免税业
2017	实现归属于上市公司股东的净利润 19.93 亿元，同比上升 99.9%
2018	公司从传统房地产行业向临空产业开发战略转型；工程业务实现营业收入 0.94 亿元，同比下降 94.61%
2019	参与海口美兰临空产业园、天津临空产业园项目前期拓展，国际空港一站式飞机维修基地（一期）项目开发
2020	房地产业务、机场业务和物业管理业务营收分别下滑 55%、25% 和 18%；公司存在非经营性资金占用和违规担保事项
2021	实控人变更为海南省国资委，控股股东变更为海发控；公司进行债务重组，化解破产危机

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

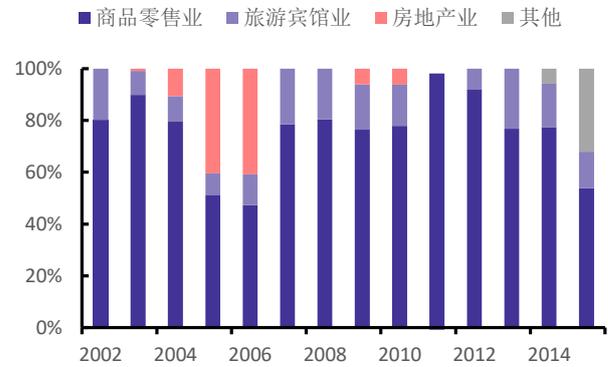
公司主营业务经历三次调整，目前立足于机场运营+免税：2015 年以前，公司主营商品零售业和旅游宾馆业，拥有经营实体望海国际和海南迎宾馆，2002-2015 年，商品零售业营收占公司总营收 80% 以上。2016 年 10 月完成重大资产重组实现转型后，公司成为国内领先的基础设施项目投资开发与运营商之一，2020 年房地产业务和机场业务分别占公司总营收 63% 和 21%。2021 年公司实现战略重组，重回归稳健发展轨道，业务立足于机场运营服务+免税，其中 2021 年机场+免税业务占公司毛利 63%。

图 1: 海南机场 2002-2015 年营收构成(%, 按行业)



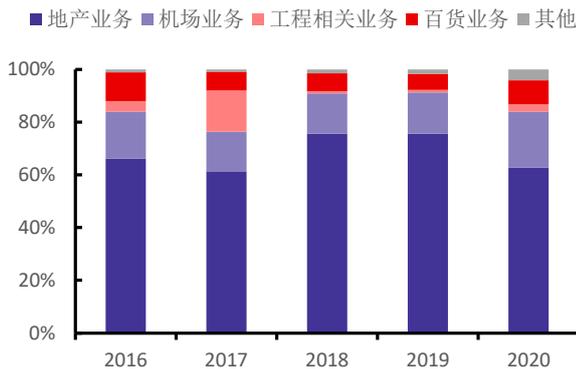
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 2: 海南机场 2002-2015 年毛利构成(%, 按行业)



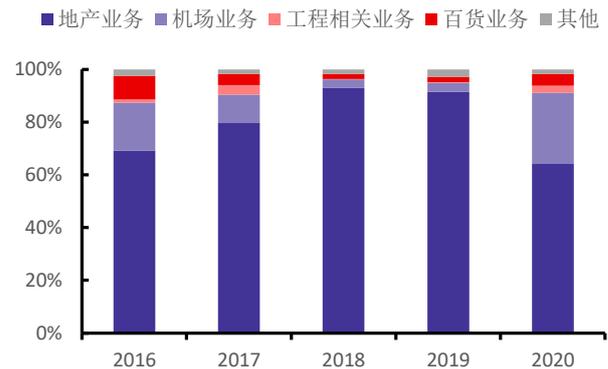
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 3: 海南机场 2016-2020 年营收构成(%, 按行业)



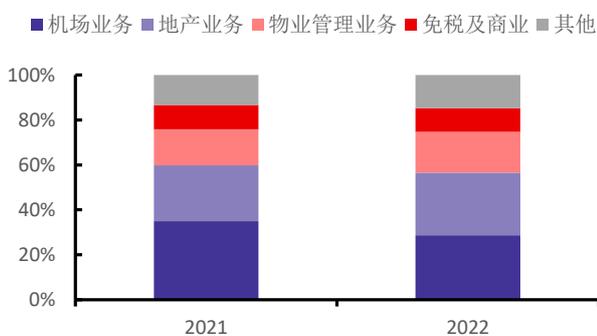
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 4: 海南机场 2016-2020 年毛利构成(%, 按行业)



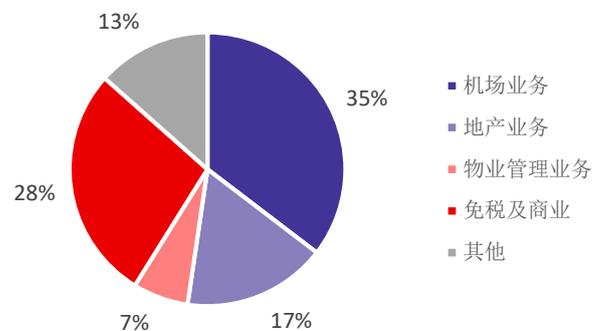
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 5: 海南机场 2021-2022H1 营收构成(%, 按行业)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 6: 海南机场 2021 年毛利构成(%, 按行业)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 历史沿革：经历两次重大重组，回归海南国资体系

2009 年公司变更实控人，成为海航系一员。2009 年 8 月 6 日，海航置业以现金 3 亿元对天津大通进行增资，增资实施后，天津大通的注册资本由 2 亿元人民币增加至 5 亿元人民币。艺豪科技、大通投资、海航置业的出资分别占天津大通注册资本的 20.8%、19.2%、60%，海航置业因持有天津大通 60% 的股权，间接控制 ST 筑信 13.44% 的股权，实际控制 ST 筑信，海南航空股份有限公司工会委员会成为 ST 筑信的实际控制人。

2016 年海航注入资产，公司业务开始转型。2016 年 7 月，海航基础以发行股份及支付现金相结合的方式购买基础控股所持有的基础产业集团 100% 股权。其中，发行股份方面，公司以 10.67 元/股的价格向基础控股发行约 22.5 亿股以支付交易对价中的 240 亿元；支付现金方面，以 12.95 元/股向 10 名特定投资者非公开发行股份约 12.4 亿股募集配套资金，以支付交易对价中的 20 亿元。重组后，海航基础的主营业务由商业零售转变为基础设施项目的投资开发与运营。

2021 年引入海控作为战略投资人，化解破产危机。2021 年 12 月，海航基础以现有 A 股股票约 39.08 亿股为基数，按照每 10 股转增 20 股实施资本公积金转增，转增股票约 78.15 亿股。其中，海南控股以 85.5 亿元为对价，取得海航基础以资本公积金转增的 33 亿 A 股股票，最终取得海航基础控制权，股票转让价款用于支付二十一家公司重整费用和清偿相关债务，以及补充流动资金以提高公司的经营能力；约 15.83 亿股股票以 15.56 元/股的价格抵偿给二十一家公司部分债权人，用于清偿相对应的债务；控股股东及其支配的股东取得约 2.97 亿股注销以履行业绩承诺补偿义务；约 14.92 亿股回填上市公司，用于解决海航基础《自查报告》中披露的相关问题；中小股东获得的约 11.42 亿股自行保留。完成业绩承诺股份注销后，海航基础总股本约 114.25 亿股。

图 7：公司重大事件



资料来源：民航局，三亚统计局，中国银河证券研究院整理

（三）公司治理：背靠海南省国资委，公司管理层经验丰富

实控人为海南省国资委，控股股东及战略投资人为海南省发展控股有限公司。截止 2022 年 6 月，海南省发展控股有限公司为公司第一大股东，持有公司 24.51% 的股份，其余前十大股东主要为银行、基金和信托，合计占公司总股本 66.97%。

表 2: 公司股权架构

股东名称	股份类型	持股数(亿股)	占总股本持股比例
海南省发展控股有限公司	流通 A 股	28.00	24.51%
海航基础控股集团有限公司	流通 A 股	22.49	19.69%
海航基础设施投资集团股份有限公司破产企业财产处置专用账户	流通 A 股	11.40	9.98%
平安银行股份有限公司	流通 A 股	3.93	3.44%
中国长城资产管理股份有限公司	流通 A 股	2.22	1.94%
兴业信托·锦馨八号集合资金信托计划	流通 A 股	2.16	1.89%
重庆晟达弘科技有限公司	流通 A 股	2.07	1.81%
盛京银行股份有限公司	流通 A 股	1.61	1.41%
润泽京渝 1 号私募基金	流通 A 股	1.33	1.16%
海航实业集团有限公司	流通 A 股	1.31	1.14%
合计		76.52	66.97%

资料来源：公司报告，中国银河证券研究院整理

管理层具备丰富的机场、商业运营经验。公司核心管理层董事长杨小滨、总经理鲁晓明、董事会秘书黄尔威分别在机场管理、物业地产和财务领域有超过 20 年从业经验，具有突出的专业水平和管理能力。

表 3: 公司管理概况

姓名	年份	职位	个人简介
杨小滨	1969	董事长、法定代表人	历任宜昌三峡机场有限责任公司董事长、海南美兰国际空港股份有限公司总裁、三亚凤凰国际机场有限责任公司总裁、海口美兰国际机场有限责任公司董事长等职务。
鲁晓明	1968	总裁	历任海南海航恒实房地产开发有限公司董事长、深圳宝源创建有限公司执行董事兼总经理、海南海航地产控股有限公司总裁兼副董事长、海航物业管理有限公司执行董事长以及中国集团有限公司董事长。
黄尔威	1977	董事会秘书	历任海南海航航空进出口有限公司进出口部经理、海航酒店（集团）有限公司财务部总经理、海航集团财务有限公司副总经理、海航集团有限公司财务部副总经理、海南航空股份有限公司财务部总经理，海航集团财务有限公司副董事长兼总经理。
符葵	1974	副总裁	历任海南发展控股置业集团有限公司总工办主任、副总工程师，海南控股开发建设有限公司总工程师，海南发展控股置业集团有限公司总工程师、副总经理，海南海控中能建工程有限公司董事长。
张婷婷	1985	副总裁	历任海南省发展控股有限公司审计与风险管理部法律事务员、法务项目经理、部长助理，海南省发展控股有限公司风险控制部副部长、资深项目经理，海口美兰国际机场有限责任公

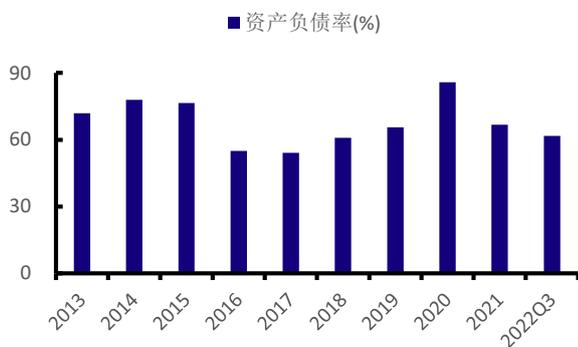
王敏	1983	总裁助理	司副总裁等职务。
吴钟标	1975	财务总监	历任金海智造股份有限公司基建管理部副总经理、海南海建工程管理有限公司总裁、海航基础设施投资集团股份有限公司项目管理部总经理。
黄翔	1982	监事长	历任海南省发展控股有限公司财务部财务副主管，海南临高金牌港开发有限公司财务部经理，海南儋州滨海新区开发有限公司财务部经理，海南天能电力有限公司财务总监，海南天汇能源股份有限公司党委委员、财务总监，海口美兰国际机场有限责任公司副总裁、财务副总监等职务。
			曾担任金海智造股份有限公司品质保证部总经理、海航基础设施股份有限公司监事长、海航基础设施投资集团股份有限公司监事长、海航集团有限公司纪检监察部业务总监。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

(四) 财务表现：偿债能力增强，财务安全性提升

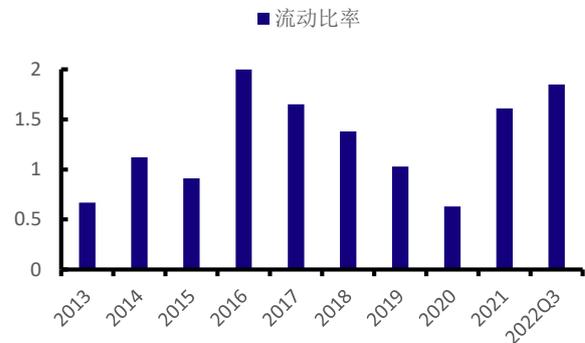
2021年公司依法破产重整，化解经营危机。2020年之后，公司面临严重的债务问题，资产负债率高达86%，流动比率低至0.63，引入战略投资人之后，流动资金得到极大补充，资产负债结构得到实质改善。截止2022年第三季度，资产负债率降至60%左右，流动比率升至1.85，偿债能力明显改善，为公司健康经营提供必要条件。

图 8：公司 2013-2022Q3 资产负债率 (%)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 9：公司 2013-2021 年流动比率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

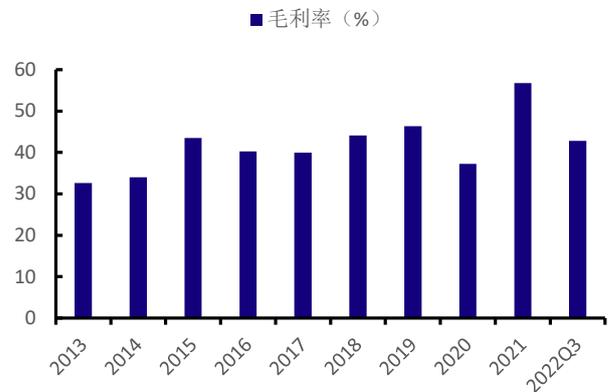
公司营收受疫情冲击，预计 2023 年将逐步恢复。近年来，国内房地产调控政策升级，以及新冠疫情叠加影响，公司机场及地产业务遭受冲击，2020 年公司总营收下跌超过 4 成，此后下跌速度逐渐减缓。2022 年前三季度，公司实现营收 29.5 亿元/同比-19%，归母净利润 17 亿/同比+370%。2022 年 11 月起，防疫政策逐步放宽，航空客流量开始爬升，预计 2023 年公司盈利能力将显著增强。

图 10: 公司 2013-2022Q3 营收及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 11: 公司 2013-2022Q3 年毛利率 (%)



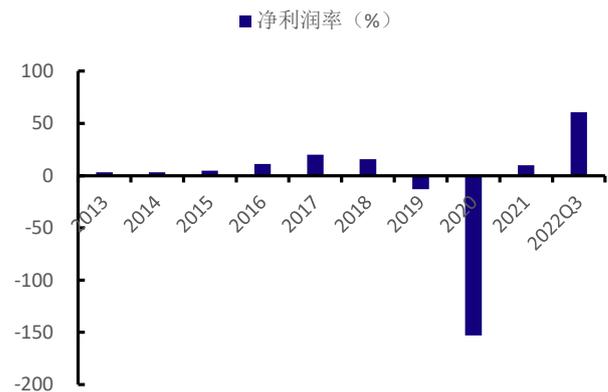
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 12: 公司 2013-2022Q3 年归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 13: 公司 2013-2022Q3 年净利润率 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

二、业务分析: 机场+免税业务壁垒深厚, 地产开发业务有序退出

(一) 机场业务: 公司根基业务, 核心资产为三亚凤凰机场

公司机场业务包括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, 包括为国内外航空运输企业、过港和转港旅客提供过港及地面运输服务等; 其余类似延伸的免税商业、有税商业、广告、货运、办公室租赁、值机柜台出租等都属于非航空性业务。

参控股和管理输出 11 家机场, 三亚凤凰机场为核心资产。公司控股 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。

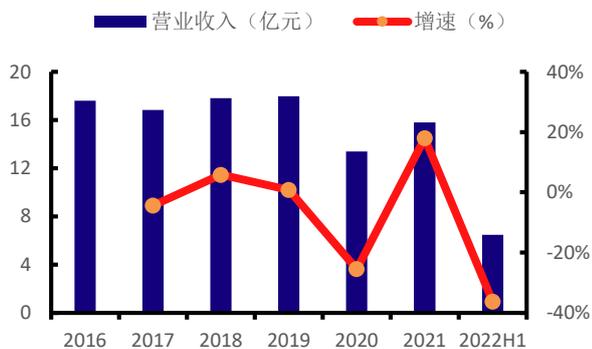
表 4: 公司机场业务概览

参与形式	持股比例	机场名称	2021 年旅客吞吐量 (万人次)
公司控股	77.36%	三亚凤凰机场	1663
	45.42%	琼海博鳌机场	70
	86.48%	潍坊南苑机场	68
	86.48%	安庆天柱山机场	60
	44.60%	唐山三女河机场	39
	57.94%	满洲里西郊机场	25
	51.89%	营口兰旗机场	15
	49%	宜昌三峡机场	220
子公司参股	20%	东营胜利机场	68
		松原查干湖机场	5
管理输出		三沙永兴机场	4

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

剔除新冠疫情因素，机场业务收入保持稳定。2017-2019 年，公司机场业务营收维持在 17 亿元左右，2020 年之后营收波动性增大，2022 年上半年受疫情影响最为严重，机场板块营收同比下跌 36%，仅为 6 亿元。毛利润方面，2018-2019 年受航班量增加和航线补贴影响，成本有所增加，2021 年机场业务实现毛利润 5.6 亿元。同时毛利率在 2020 年之后出现了显著改善，由 8% 提升至 40%，盈利能力显著增强。

图 14: 机场业务 2016-2022H1 营收及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 15: 机场业务 2016-2021 年毛利润和毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

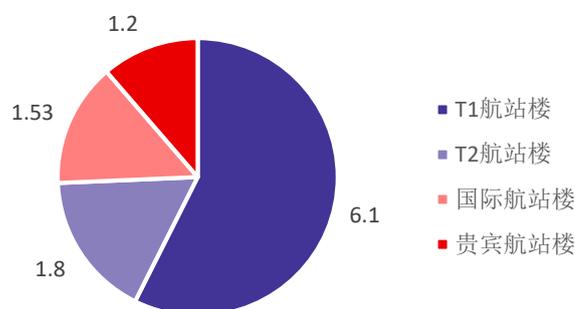
三亚凤凰机场为公司核心机场，是海南岛两大干线机场之一。机场现有航站楼面积 10.63 万平方米，其中 T1 航站楼 6.1 万、T2 航站楼 1.8 万、国际航站楼 1.53 万、贵宾航站楼 1.2 万，T3 航站楼及配套项目正在前期规划阶段，预计 2023 年开工。受疫情扰动影响，2020 年之后三亚凤凰机场航班起降架次和旅客吞吐量分别出现 13% 和 24% 的下滑，但根据民航局统计报告，2021 年三亚凤凰机场以 1663 万旅客吞吐量在全国机场旅客吞吐量排名中位列第 19 位。

图 16: 三亚凤凰机场 2016-2022 航班起降架次及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

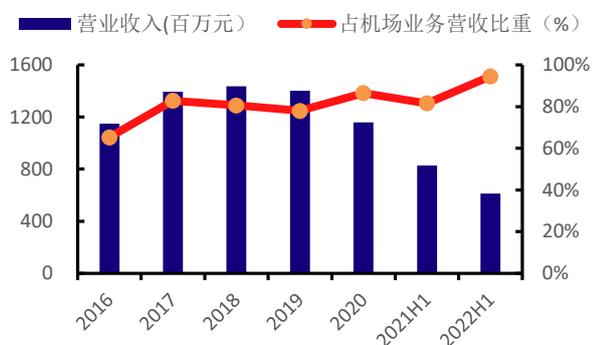
图 17: 三亚凤凰机场各航站楼面积 (万平方米)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

凤凰机场营收受疫情影响出现下滑, 但仍占公司机场业务营收 80%以上。2017-2019 年, 三亚凤凰机场营收保持在 14 亿元, 占机场板块总营收 80%。受疫情冲击, 2022 年上半年, 三亚凤凰机场营收达 6.1 亿元, 同比下跌 26%, 但占同期公司机场业务总营收超 94%。目前外部环境已出现好转, 旅客量快速回升, 预计行业供给能力将迅速释放, 航空运输有望在未来几个季度强劲恢复, 机场盈利能力将有所改善。

图 18: 三亚凤凰机场 2016-2022H1 营收及占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 19: 三亚凤凰机场 2016-2022H1 净利润



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 免税及商业: 发挥三大码头优势, 拓展离岛免税业务

公司主要通过参股投资和物业出租形式参与海南核心免税渠道经营。公司借助海口日月广场、海口美兰机场和三亚凤凰机场三大码头, 通过参股和收租两种形式开展免税业务, 其中:

(1) 参股投资: 海口美兰机场免税店 49%股权、三亚凤凰机场免税店 49%股权和海南海航中免 50%股权;

(2) 自持物业租赁: 中免海口日月广场免税店、海控全球精品(海口)免税城和三亚凤凰机场免税店;

(3) 提供提货点服务：三亚凤凰机场提货点、海口日月广场返岛提货点和博鳌机场提货点。

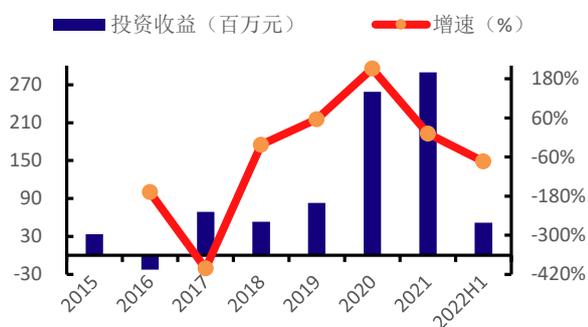
表 5: 公司免税业务概览

参与形式	免税码头	持股比例	免税店名称	经营面积 (万平方米)
参股投资	海口美兰机场	49%	海口美兰机场免税店	1.79
	三亚凤凰机场	49%	三亚凤凰机场免税店	0.18
自持物业提供场地租赁	海口日月广场		中免海口日月广场免税店	1.95
			海控全球精品(海口)免税城	3.75

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

免税码头之一：海口美兰机场免税店盈利能力强，未来成长可期。海口美兰机场免税店投入运营逾十年，是中国首家机场离岛免税店，目前总经营面积约 1.8 万平方米。2021 年海南机场从海口美兰机场免税店获得投资收益约 2.9 亿元，占公司利润总额 35%。受疫情影响，2022 年上半年，公司从海口美兰机场免税店获得投资收益 0.5 亿元/同比下跌 74%。但中长期看，伴随美兰机场 T2 航站楼于 2022 年初投运，美兰机场至 2025 年旅客吞吐量同比 2022 年增长超 200%，叠加 T2 免税商业面积扩大+品牌引进增加，未来美兰机场免税店潜力有望持续释放。

图 20: 2015-2022H1 美兰机场免税店投资收益及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

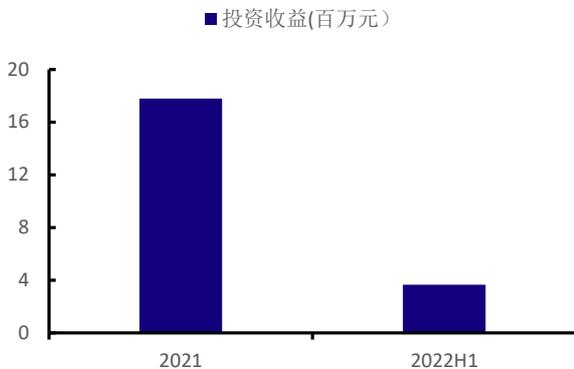
图 21: 2015-2022H1 年美兰机场免税店投资收益占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

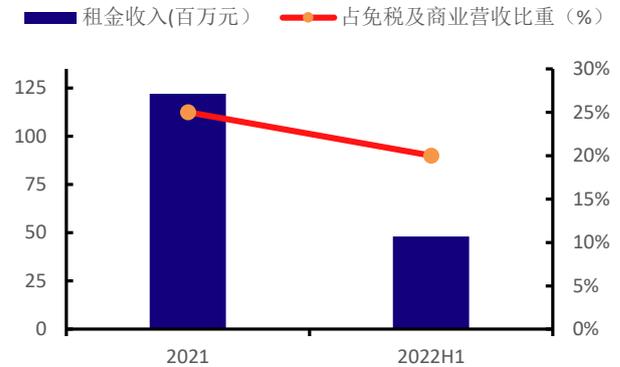
免税码头之二：三亚凤凰机场扩建在即，免税贡献有望提升。中免凤凰机场免税店是三亚凤凰机场航站楼免税店经营主体，一期于 2020 年 12 月开业，经营面积约 800 平方米，三期于 2022 年 12 月开业，经营面积约 1000 平方米。海南机场不仅持有中免凤凰机场免税店 49% 股权，还为其提供经营场地。2021 年，公司从中免凤凰机场免税店获得投资收益约 1779 万、租金收入约 1.2 亿元。目前凤凰机场免税店扩建已经开启，未来法式花园等增量面积进入后，整体经营面积从 1800 m²增长至 6000 m²。

图 22: 2021-2022H1 凤凰机场免税店投资收益



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

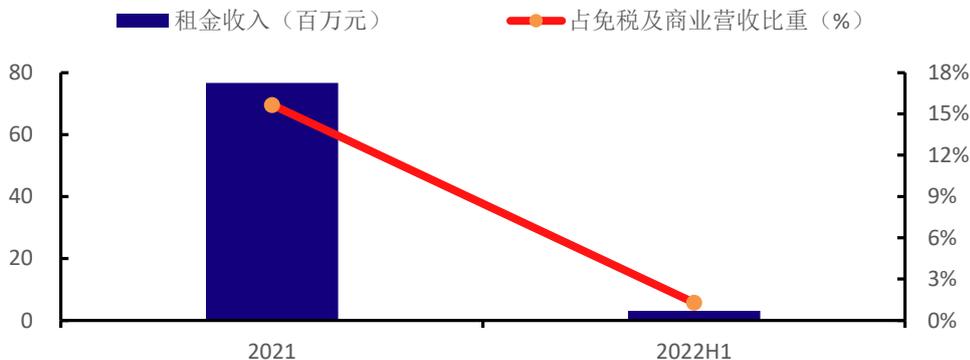
图 23: 2021-2022H1 凤凰机场免税店租金收入及占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

免税码头之三: 海口日月广场, 区位优势显著, 租金形式保障稳定收入。海口日月广场地处海南国际旅游岛 CBD 中心地带, 为中免海口日月广场免税店和海控全球精品(海口)免税城提供场地租赁。其中, 中免海口日月广场免税店经营面积 1.95 万平方米, 海控全球精品(海口)免税城经营面积 3.75 万平方米。自海控全球精品免税城开业以来, 累计为公司贡献租金收入 7975 万元。2022 年 12 月公司调整海控全球精品免税城租金标准, 采取保底年租金 4800 万和营业额抽成 3%两者取其高的形式计租; 公司目前正在按照市场化原则积极与中国中免洽谈中免海口日月广场免税店合同续签事宜。保底+扣点形式抽取租金既保障公司最低收入, 又能分享免税业增长红利。

图 24: 2021-2022H1 海控全球精品免税城租金收入及占比 (%)



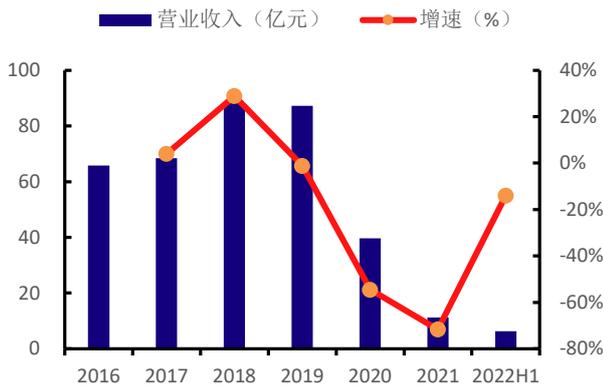
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

(三) 其他业务: 加大临空产业布局, 弱化传统房地产业务

地产业务: 逐步推进“去地产化”工作, 转型临空产业园的开发建设。公司目前主要针对存量的传统房地产业务, 保持稳定的建设及销售进度, 同时积极参与各地临空产业园开发项目。截止 2022 年上半年, 公司尚有在建项目 12 个, 面积约 1027 亩; 土地储备项目 11 个, 面积约 5264 亩。未来将有序推进临空产业平台项目落地, 深入打造和挖掘临空商业、临空产业招商及租赁等核心产品, 将地产资源逐步向临空产业聚拢。

房地产业务盈利能力下降，三年内毛利占比下降超 7 成。近年来，受国内宏观经济增速放缓、国内房地产调控政策升级以及新冠疫情流行等大环境影响，公司房地产业务下滑明显。2020 年，房地产业务营收下跌 55%，仅 40 亿元，2022 年上半年营收仅为 2019 年同期三成。2018-2019 年，房地产业务毛利占公司总毛利 90%以上，是公司利润贡献主体。截止 2021 年，房地产业务毛利率仅 24%，占公司总毛利比重从 93%下跌至 17%。

图 25：2016-2022H1 房地产业务营收及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 26：2016-2021 年 房地产业务毛利率及毛利占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

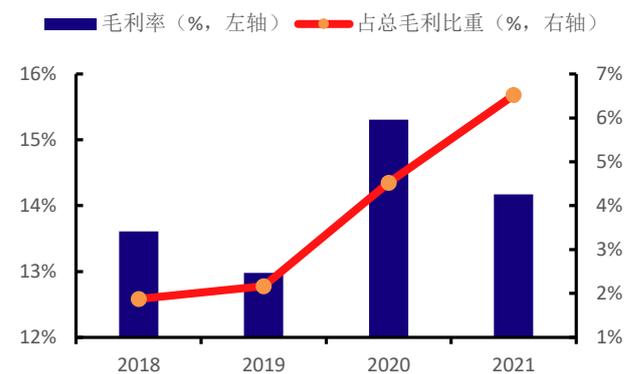
物业管理业务：营业收入增长稳健，两条主线拓展业务。公司旗下海南物管是海南本土规模最大的物业服务企业，目前在管项目 162 个，管理面积近 1700 万平方米。2021 年营收已恢复至疫情前水平，2022 年上半年实现 4% 的增长。业务毛利润占公司总毛利润提升到 2021 年的 7%。未来公司将通过两条主线同步拓展物业业务：岛外以服务经验为竞争力，大力拓展临空临港类项目；岛内以深耕海南，共建自贸港为方针，全力推进多业态发展。

图 27：2018-2021 年物业管理业务营收及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 28：2018-2021 年物业管理业务毛利率及毛利占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

其他业务还包括酒店和飞训业务。截止 2022 年 6 月，公司拥有 5 家酒店，其中自有自管酒店 2 家，委托管理酒店 2 家，在建拟筹开酒店 1 家，运营及筹开客房近 2000 间。主要业务包括客房服务、餐饮服务、会议服务、场地租赁、健身娱乐等。天羽飞训现有海口、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。目前合作客户 30 余家，模拟机训练总计约 7.2 万小时。

表 6: 公司酒店业务概览

参与形式	酒店名称	客房数
自有经营	海南迎宾馆	563
	三亚凤凰机场酒店	334
委托管理	海口希尔顿酒店	630
	儋州福朋喜来登酒店	194
在建拟筹开	琼中福朋喜来登酒店	199

资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究院

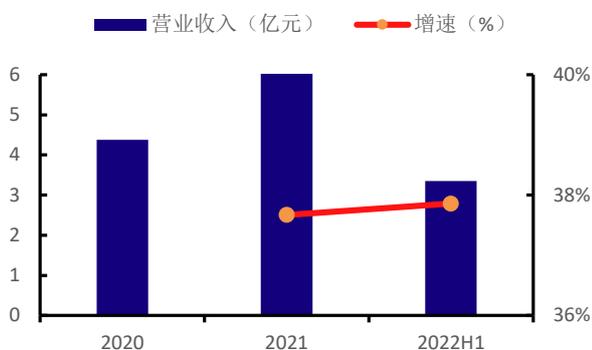
图 29: 公司飞训业务合作客户



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

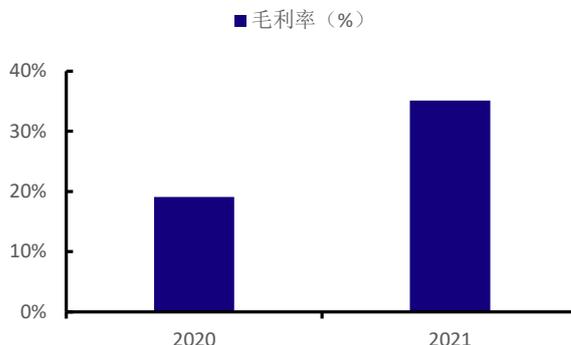
酒店和飞训业务营收逐年增长。截止 2022 年 6 月，相关业务实现营业收入 3.35 亿元，占公司总营收 15%。其中，2021-2022 上半年酒店和飞训业务营收增速维持在 38%，毛利率 2021 年由 19% 增长到 35%，盈利能力显著增强。整体上讲，酒店和飞训业务在疫情期间“逆势上扬”，随着海南旅游业和国内民航业复苏发展，公司酒店和飞训业务仍有较强的增长潜力。

图 30: 酒店和飞训业务 2020-2022H1 营收及占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 31: 酒店和飞训业务 2020-2021 年毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

三、核心业务乘政策东风，未来成长性有望释放

(一) 核心业务全面围绕自贸港发展，将充分享受自贸港政策红利

自贸港政策东风起，海南民航业迎接发展新机遇。自 2020 年海南被正式定位为国际自贸港，政府已累计出台自贸港相关政策达 150 多项，其中离岛免税新政、“两个 15%”所得税和三张“零关税”清单等核心政策对提升海南整体商业环境，扩大国内、国际市场影响力提供了有力保障。

表 7: 海南自由贸易港建设总体方案梳理

政策分类	政策目标
总体目标	到 2025 年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系 到 2035 年，自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟，成为我国开放型经济新高地 到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港
贸易政策	1. 实行贸易自由便利 : 在实现有效监管的前提下，建设全岛封关运作的海关监管特殊区域。实现“一线”放开；“二线”管住；岛内自由；推进服务贸易自由便利 2. 实行运输来往自由便利 : 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，加快构建现代综合交通运输体系 3. 实行人员进出自由便利 : 针对高端产业人才，实行开放的人才和停居留政策，打造人才集聚高地
金融政策	1. 实行投资自由便利 : 大幅放宽海南自由贸易港市场准入，实施市场准入承诺即入制；创新完善投资自由制度，建立健全公平竞争制度，完善产权保护制度 2. 实行跨境资金流动自由便利 : 构建多功能自由贸易账户体系，便利跨境贸易投资资金流动，扩大金融业对内对外开放，加快金融改革创新
产业政策	1. 实行数据安全有序流动 : 有序扩大通信资源和业务开放，开放增值电信业务，逐步取消外资股比等限制。开展在线数据处理与交易处理等业务，安全有序开放基础电信业务 2. 构建现代产业体系 : 大力发展旅游业、现代服务业和高新技术产业，增强产业竞争力
税收政策	零关税 : 全岛封关运作前，对部分进口商品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。全岛封关运作、简并税制后，对进口征税商品目录以外、允许海南自由贸易港进口的商品，免征进口关税。 低税率 : 对在海南自由贸易港实质经营的企业，实行企业所得税优惠税率。对符合条件的个人，实行个人所得税优惠税率。 简税制 : 探索推进简化税制，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：强化对偷漏税风险的识别，防范税基侵蚀和利润转移，避免成为“避税天堂”。

资料来源：国务院，中国银河证券研究院

表 8：海南“一本三基四梁八柱”战略框架

战略含义	战略目标
“一本”：顶层设计	习近平总书记关于海南工作的系列重要讲话和指示批示作为指引新时代海南发展的顶层设计
“三基”：制度基石	2018 年 4 月 11 日，《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》
	2020 年 6 月 1 日，《海南自由贸易港建设总体方案》 2021 年 6 月 10 日，《中华人民共和国海南自由贸易港法》
“四梁”：目标定位	打造全面深化改革开放试验区： 重点在经济体制改革和社会治理创新等方面先行先试，探索建立开放型经济新体制，打造我国面向太平洋和印度洋的重要对外开放门户
	打造国家生态文明试验区： 实行最严格的生态环境保护制度，构建高效统一的规划管理体系，完善以绿色发展为导向的考核评价机制，开展国家公园体制试点
“八柱”：稳固支撑	打造国际旅游消费中心： 推进旅游消费领域对外开放和国人境外消费回流，培育旅游消费新热点，高水平建设一批重大基础设施和重大旅游吸引物，提升旅游服务能力和水平，构建全域旅游新格局
	打造国家重大战略服务保障区： 加强南海维权和开发服务保障能力建设，深化对外交往与合作，加强与承担国家战略的有关省区市的区域合作，更好服务海洋强国、“一带一路”建设等国家重大战略实施
	在政策环境方面： 务实推动及承接好贸易投资自由化便利化、“零关税、低税率、简税制”、现代产业体系、社会治理、生态文明等方面一系列政策及制度安排，并配套制定实施好本省相关政策措施
	在法治环境方面： 用好一般地方性法规制定权、经济特区法规制定权和自由贸易港法规制定权，科学制定出台各项配套法规，形成在国家法制统一前提下的海南自由贸易港法治体系
	在营商环境方面： 坚持以法治化、国际化、便利化和公平、透明、可预期为目标，进一步优化政务服务，加快推进“诚信海南”建设，完善公平竞争制度，确保营商环境到 2025 年达到国内一流水平，到 2035 年跻身全球前列，成为信用水平最高、制度成本最低、评价口碑最好、企业争相涌入的投资热土
	在生态环境方面： 不断完善生态环境和资源保护长效机制，以更高标准打好污染防治攻坚战，以热带雨林国家公园、清洁能源岛和清洁能源汽车、“六水共治”等标志性工程建设为抓手，下大力气增绿护蓝汇碳，抓好国土空间开发保护，推动形成绿色生产生活方式
	在经济发展体系方面： 大力发展旅游业、现代服务业、高新技术产业、热带特色高效农业“四大主导产业”，精心培育南繁、深海、航天“三大未来产业”，扎实推进购物、教育、医疗“三大境外消费回流”，夯实实体经济基础，形成结构更合理、支撑更稳固、竞争力更强、效益更好的现代产业体系
	在社会治理体系方面： 提升数字化、智能化水平，完善公共服务体系，推进治理体系和治理能力现代化，全面加强基层治理，打造共建共治共享社会治理格局。常态化开展扫黑除恶斗争，严厉打击各类违法犯罪活动，把海南建成最安全的地区。
	在风险防控体系方面： 健全完善风险防控工作领导机制，扎实推进风险防控软硬件建设，构建“横向到边、纵向到底”的风险防控网络。建成运行社会管理信息化平台，构筑近海、岸线、岛内三道风险防控圈，做到见微知著、防患未然。
	在组织领导体系方面： 坚持和加强党的全面领导，团结带领全省各级各类组织和广大干部群众深刻领会“两个确立”的决定性意义，增强“四个意识”、坚定“四个自信”、做到“两个维护”，不折不扣贯彻中央决策部署，确保海南发展的正确方向和科学节奏

资料来源：海南省政府，中国银河证券研究院

海南交通地位特殊，十四五发展规划提供发展新机遇。海南自贸港是进入腹地经济的关键通道，也是“一带一路”的重要支点。在《“十四五”民用航空发展规划》中，民航中南局已明确十四五期间将重点支持海南自贸港等国家战略，推动临空经济向高质量发展。未来，海南机场将积极参与服务海南自贸港建设，增强三亚凤凰机场、琼海博鳌机场保障功能，建设面向太平洋、印度洋的国际区域航空枢纽。

图 32: 21 世纪海上丝绸之路途经城市



资料来源: 百度百科, 中国银河证券研究院

图 33: 三亚凤凰机场、琼海博鳌机场地理位置



资料来源: 百度百科, 中国银河证券研究院

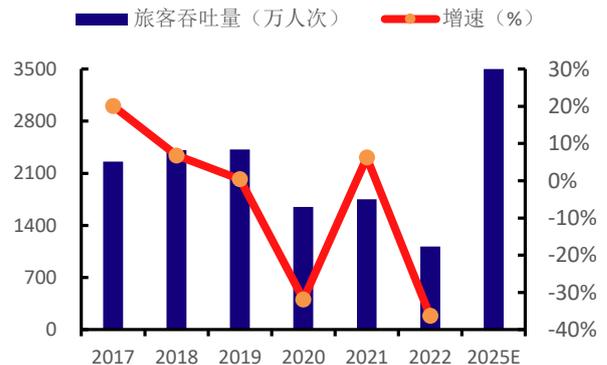
公司作为海南核心交运节点运营商、商业运营商有望全面受益人流、物流、信息流爆发。公司已构建起以机场主业为根本，以免税商业地产、物管酒店服务为两翼，以临空、资本为两大驱动引擎的“一本两翼双引擎”业态新格局。其中，核心机场资产三亚凤凰机场重点推进 T3 航站楼及配套项目，整体投资规模约 30-40 亿元，预计 2023 年开工，2025 年封关前投入使用。项目建成后，三亚凤凰机场生产保障能力将全面提升，整体保障旅客吞吐量达 2700-3000 万人次/年。海口美兰机场 T2 航站楼投运一年，计划到 2025 年可满足年旅客吞吐量 3500 万人次。机场扩建有望吸引更多人流、物流、资金流和信息流汇聚海南，促进海南自贸港政策落地和临空产业发展。

图 34: 2017-2025 年三亚凤凰机场旅客吞吐量



资料来源: 民航局, 公司公告, 中国银河证券研究院

图 35: 2017-2025 年海口美兰机场旅客吞吐量



资料来源: 民航局, 公司公告, 中国银河证券研究院

积极布局临空产业，打造未来新增长点。公司依托临空经济核心资源——机场的人流、物流，充分利用海南国资大平台和优资源，围绕飞机维修、培训、物流及临空商贸等进行临空产业园开发、投资和运营。目前大力发展已有的天津临空产业园，开发和运营美兰临空产业园，优先布局博鳌临空产业园，补齐三亚机场临空服务短板，实现机场管理与临空产业协调发展，推动海南“两主两辅一货运”空港布局。并依托丰富的机场管理经验，全面参与机场上下游产业合作和运营管理，提升非航业务收入，未来发展潜力巨大。

表 9: 海南发展控股有限公司子公司概览

所属行业	持股比例	子公司
航空运输业	100%	海南机场集团有限公司
	100%	海南发展控股置业集团有限公司
房地产业	33%	海南省地产(集团)有限公司
	100%	海南海控美丽乡村建设有限公司
	100%	海南金海湾投资开发有限公司
房屋建筑业	51%	海南海控中能建设工程有限公司
零售业	100%	全球消费精品(海南)贸易有限公司
食品制造业	100%	海南莺歌海盐场有限公司
非金属矿物制品业	31%	海控南海发展股份有限公司
电力、热力生产和供应业	100%	海南省水利电力集团有限公司
金融业	61%	海南金融控股股份有限公司
商务服务业	51%	海南人才集团有限公司
其他服务业	51%	海口空港飞机维修工程有限公司
科技推广和应用服务业	73%	海南海控能源股份有限公司

资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

图 36: 海南“两主两辅一货运”空港布局



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

图 37: 海口江东新区临空经济区规划蓝图



资料来源: 海南国资, 中国银河证券研究院

(三) 离岛免税政策红利持续释放, 公司有望全面受益

离岛免税政策不断优化, 现已成为海南自贸港“金字招牌”。新冠肺炎疫情发生以来, 居民出境消费受到影响, 免税购物成为承接境外消费回流的主要业态之一。作为国家赋予海南含金量最高、影响最深远的政策之一, 离岛免税政策经历八次调整、三次监管模式优化。十多年来, 离岛旅客免税购物额度由 3 万元提高到 10 万元, 免税商品种类由 38 类增加到 45 类, 增加离岛旅客邮寄送达、岛内居民返岛提取两种提货方式。离岛免税政策推动海南经济转型, 成为拉动海南经济发展的重要引擎。

表 10: 离岛免税政策梳理

时间	政策内容
2011 年 4 月 20 日	非岛内居民旅客每人每年可享受 2 次离岛免税购物政策，岛内居民旅客每人每年可享受 1 次离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每次免税购物限额 5 千元 购买人需年满 18 岁 免税购物限额提高到 8 千元，并允许免税额度在购买超值产品时调剂使用
2012 年 11 月 1 日	增加了美容、保健器材等 3 类免税品种 购买人年龄调整到年满 16 岁
2015 年 3 月 20 日	离岛免税品种扩大到 38 种，同时对部分免税品单次购买数量放宽限制
2016 年 2 月 1 日	取消非岛内居民旅客购物次数限制，每人每年累计免税购物限额不超过 1.6 万元人民币 海南现有两家实体免税店获准开设网上销售窗口
2017 年 1 月 15 日	将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围
2018 年 12 月 1 日	离岛旅客每人每年累计免税购物限额增加到 3 万元，不限次 在离岛免税商品清单中增加增加部分家用医疗器械商品，每人每次限购 2 件
2018 年 12 月 28 日	将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围 海南离岛免税购物额度提高至 10 万元，且不限次数
2020 年 7 月 1 日	离岛免税商品品种由 38 种增至 45 种，手机等电子消费类产品纳入其中； 取消单件商品 8000 元免税限额规定。
2020 年 11 月 1 日	海南离岛免税店销售离岛免税商品，免征增值税和消费税
2021 年 2 月 2 日	海南离岛旅客购买免税品可选择邮寄送达方式提货，岛内居民离岛前购买免税品可选择返岛提取

资料来源：海南省税务局，中国银河证券研究院

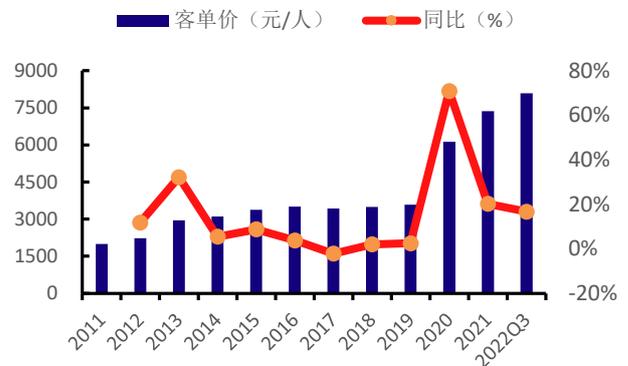
海南离岛免税规模迅速增长，公司占据区位优势。即使在疫情之下，海南省离岛免税销售额在 2020 年依然实现翻倍增长，达到 275 亿元，在 2021 年保持 80% 以上的增长率，实现 495 亿销售额的历史高位。而海南机场通过直接或间接的方式参与了海南自贸港 10 家离岛免税店中的 5 家，2021 年 5 家免税店销售额约 146 亿元，占全岛免税店销售额约 29%。公司占据海南省出入境枢纽成为免税业务发展的“财富密码”。

图 38: 2011-2022Q3 海南离岛免税规模



资料来源：海口海关，中国银河证券研究院

图 39: 2011-2022Q3 海南离岛免税客单价及同比



资料来源：海口海关，中国银河证券研究院

机场免税店持续扩容，扣点与保底条款充分保障公司享受行业增长红利。三亚凤凰机场免税店规划经营面积 6800 平方米，未来新增开业二期法式花园免税综合体约 5000 平方米，是当

前经营面积的 2.7 倍，目前在等产权证和新增面积批复。海南海航中免受疫情影响长期闭店，待海口美兰国际机场、三亚凤凰国际机场口岸免税店恢复营业后，将实现显著增长。同时，机场作为天然的流量来源，具有较强的议价能力，公司以保底租金和营业额分成两者取其高的模式收取机场免税店租金，未来可充分享受离岛免税增长红利。

表 11: 海岛商业与全球精品免税城租金标准概览

事项	具体内容
营业额抽成计租	月营业额抽成为含税累计销售额的 3% (除苹果等 3C 数码产品外)
保底租金	4800 万元/年
模式	保底租金和营业额分成两者取其高

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

根据公司目前于离岛免税市场布局情况，我们对主要免税资产的盈利贡献进行了拆分预测：

(1) **海口美兰机场免税店**：预计 2025 年公司可获取投资收益 6.8 亿元。我们预计美兰于 2025 年有望实现 3500 万人次/年的旅客吞吐量，对应 2019-2025 年复合增速约 8%，主要考虑 T2 航站楼扩建后，能充分解决此前 T1 航站楼承载量瓶颈问题。2) 机场免税购物转化率我们预计将由 2022 年的 6% 提升至 2025 年的 8%，主要因 T2 航站楼扩建对应的免税经营面积+更多高奢精品品牌入驻；3) 客单价 2022-2025 年复合增长率 15%，2025 年达到 4951 元/人。4) 利润率从 2022 年 8% 小幅上升至 10%。

表 12: 海口美兰机场免税店投资收益预测

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
旅客吞吐量 (万人次)	1752	1116	2422	2906	3488
购物转化率	6.7%	6%	6.6%	7.35	8%
购买人次 (万人次)	118	67	160	211	279
客单价 (元/人)	3252	3255	3743	4305	4950
销售额 (亿元)	38.2	21.8	59.8	90.8	138.1
利润率	15%	8%	10%	10%	10%
利润总额 (亿元)	5.9	1.8	6.0	9.1	13.8
投资收益 (亿元)	2.9	0.9	2.9	4.5	6.8

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(2) **三亚凤凰机场免税店**：2025 年投资收益和租金收入预计可分别达到 5 亿元、10.8 亿元。我们预计 1) 旅客吞吐量：2023 年恢复至 2019 年水平，此后保持年复合增长率 22%，在 2025 年接近 3000 万人次/年。2) 购物转化率由 2022 年的 2.2% 增长到 2025 年的 5.6%；3) 客单价 2022-2025 年复合增长率 15%，2025 年达到 4286 元/人。4) 利润率受规模效应，预计 2022-2025 年利润率分别为 8%、10%、10%、10%。

表 13: 三亚凤凰机场免税店投资收益和租金收入预测

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
--	------	-------	-------	-------	-------

旅客吞吐量 (万人次)	1663	951	2016	2460	3001
购物转化率	1.3%	2.2%	3.2%	3.7%	5.6%
购买人次 (万人次)	21	21	65	92	168
客单价 (元/人)	3251	2818	3241	3727	4286
销售额 (亿元)	7	5.8	21.2	34.2	72
利润率	5.2%	8%	10%	10%	10%
利润总额 (亿元)	0.36	0.46	2.1	3.4	7.2
投资收益 (亿元)	0.18	0.23	1	1.7	3.5
扣点率	15%	15%	15%	15%	15%
租金收入 (千万元)	10.5	8.7	31.8	51.3	108

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(3) 海口日月广场：2025 年日月广场免税店销售额有望超过 300 亿元，实现租金收入约 9.4 亿元。虽然中免于海口新海港开设的国际免税城已经开业，但基于海口整体免税市场规模扩大，以及日月广场天然区位优势，我们预计其免税销售规模仍有增长潜力。此后受益于海南离岛免税规模扩大，每年增长率约 40%。此外，公司目前正积极推进与免税运营商的新租金协议谈判，目前与海发控协议落地扣点率为 3%，若未来与中免也达成同等比例扣点，则公司日月广场租金收入有望进一步提升。

表 14：海口日月广场免税店租金收入预测

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
销售额 (亿元)：	94	100	160	195	220
全球精品免税城	19	38	61	85	100
中免日月广场免税店	75	62	99	110	120
扣点率	3%	3%	3%	3%	3%
租金收入 (亿元)	2.8	3	4.8	5.9	6.6

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

四、盈利预测与估值

作为海南省机场板块主要企业，公司长期从事机场相关基础设施运营建设，近年来深耕海南，服务于自贸港建设。且海南离岛免税规模正迅速增长，预计免税业务将逐渐成为公司业绩增长重要动力。考虑目前防疫政策已完全放开，公司有望顺应政策东风，充分发挥自身资源及核心能力，实现高质量发展转型。我们预计公司 2022-2024 年营收各为 41.0/55.1/63.4 亿元，归母净利润 26/11/16 亿元，对应 PE 各为 20/47/35 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

- 1、海南自贸港政策推进进展低于预期；
- 2、离岛免税销售进展低于预期；
- 3、日月广场免税店租金谈判进展低于预期。

六、附录

(一) 公司财务预测表

资产负债表(百万元)2010				2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)							
2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E			
流动资产	10903.94	9588.61	14515.50	13749.33	营业收入	21263.70	24323.17	29771.58	34962.83	营业成本	17576.16	19934.49	24371.91	28725.20
现金	2436.91	2643.47	2445.97	2789.78	营业税金及附加	65.64	80.21	91.12	110.08	营业费用	2260.13	3002.41	3633.67	4099.74
应收账款	821.70	948.51	1064.90	1366.77	管理费用	369.69	492.06	570.39	661.67	财务费用	51.77	67.30	98.16	131.37
其它应收款	14.42	24.50	16.02	30.46	资产减值损失	53.13	71.27	94.24	100.16	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	26.07	65.44	29.79	78.80	投资净收益	18.34	7.70	10.11	12.05	营业利润	905.53	683.13	922.20	1146.65
存货	2544.30	2837.48	3567.66	4218.93	营业外收入	80.06	109.66	119.79	103.17	营业外支出	6.18	15.39	15.37	12.31
其他	5060.53	3069.20	7391.17	5264.59	利润总额	979.40	777.41	1026.63	1237.51	所得税	140.02	140.02	173.16	202.84
非流动资产	1590.11	1618.04	1880.48	2065.78	净利润	839.39	637.39	853.47	1034.67	少数股东损益	4.48	-11.07	-1.36	-4.70
长期投资	134.74	140.80	148.89	158.16	归属母公司净利润	834.91	648.46	854.83	1039.37	EBITDA	1084.97	802.08	1075.86	1314.11
固定资产	1093.46	1176.91	1372.33	1527.59	EPS(元)	0.96	0.75	0.99	1.20	主要财务比率				
无形资产	81.74	88.84	102.75	112.84	营业收入	15.52%	14.39%	22.40%	17.44%	营业收入	93.04%	-24.56%	35.00%	24.34%
其他	280.17	211.49	256.51	267.18	营业利润	93.04%	-24.56%	35.00%	24.34%	归属母公司净利润	67.57%	-22.33%	31.82%	21.59%
资产总计	12494.04	11206.65	16395.98	15815.11	毛利率	17.34%	18.04%	18.14%	17.84%	净利率	3.95%	2.62%	2.87%	2.96%
流动负债	6665.71	4878.49	9374.07	7937.79	净利率	3.95%	2.62%	2.87%	2.96%	ROE	14.47%	10.17%	12.24%	13.21%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	13.45%	9.09%	11.29%	12.34%	资产负债率	53.56%	44.08%	57.48%	50.47%
应付账款	3683.43	2944.85	5163.85	4769.80	净负债比率	0.11%	0.11%	0.10%	0.08%	净负债比率	0.11%	0.11%	0.10%	0.08%
其他	2982.28	1933.65	4210.22	3167.98	流动比率	1.64	1.97	1.55	1.73	流动比率	1.64	1.97	1.55	1.73
非流动负债	25.92	61.69	49.91	44.39	速动比率	1.25	1.38	1.17	1.20	速动比率	1.25	1.38	1.17	1.20
长期借款	6.50	5.64	5.22	4.34	总资产周转率	1.86	2.05	2.16	2.17	总资产周转率	1.86	2.05	2.16	2.17
其他	19.42	56.05	44.69	40.05	应收帐款周转率	29.21	27.48	29.57	28.76	应收帐款周转率	29.21	27.48	29.57	28.76
负债合计	6691.63	4940.18	9423.99	7982.18	应付帐款周转率	5.32	6.01	6.01	5.78	应付帐款周转率	5.32	6.01	6.01	5.78
少数股东权益	129.24	118.17	116.81	112.11	每股收益	0.96	0.75	0.99	1.20	每股收益	0.96	0.75	0.99	1.20
归属母公司股东权益	5673.17	6148.30	6855.19	7720.82	每股经营现金	0.73	0.71	0.48	1.14	每股经营现金	0.73	0.71	0.48	1.14
负债和股东权益	12494.04	11206.65	16395.98	15815.11	每股净资产	6.70	7.23	8.04	9.04	每股净资产	6.70	7.23	8.04	9.04
现金流量表(百万元) 2010	2011E	2012E	2013E		P/E	0.00	18.79	14.25	11.72	P/E	0.00	18.79	14.25	11.72
经营活动现金流	638.26	619.86	415.54	993.47	P/B	0.00	1.98	1.78	1.58	P/B	0.00	1.98	1.78	1.58
净利润	839.39	637.39	853.47	1034.67	EV/EBITDA	-2.10	12.08	9.18	7.24	EV/EBITDA	-2.10	12.08	9.18	7.24
折旧摊销	190.40	113.36	138.11	168.05	P/S	-2.10	12.08	9.18	7.24	P/S	-2.10	12.08	9.18	7.24
财务费用	51.77	67.30	98.16	131.37										
投资损失	-18.34	-7.70	-10.11	-12.05										
营运资金变动	-361.37	-266.73	-629.06	-326.51										
其它	-63.59	76.24	-35.02	-2.06										
投资活动现金流	-256.80	-209.84	-355.41	-339.24										
资本支出	110.38	60.28	231.08	178.74										
长期投资	-14.73	-6.07	-8.09	-9.27										
其他	-161.15	-155.63	-132.42	-169.77										
筹资活动现金流	-159.77	-203.45	-257.64	-310.43										
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00										
长期借款	0.00	-0.86	-0.42	-0.88										
其他	-159.77	-202.59	-257.21	-309.55										
现金净增加额	221.69	206.57	-197.50	343.80										

插图目录

图 1: 海南机场 2002-2015 年营收构成(%, 按行业)	3
图 2: 海南机场 2002-2015 年毛利构成(%, 按行业).....	3
图 3: 海南机场 2016-2020 年营收构成(%, 按行业)	3
图 4: 海南机场 2016-2020 年毛利构成(%, 按行业).....	3
图 5: 海南机场 2021-2022H1 营收构成(%, 按行业)	3
图 6: 海南机场 2021 年毛利构成(%, 按行业).....	3
图 7: 公司重大事件	4
图 8: 公司 2013-2022Q3 资产负债率(%)	6
图 9: 公司 2013-2021 年流动比率.....	6
图 10: 公司 2013-2022Q3 营收及增速	7
图 11: 公司 2013-2022Q3 年毛利率(%).....	7
图 12: 公司 2013-2022Q3 年归母净利润及增速	7
图 13: 公司 2013-2022Q3 净利润率(%)	7
图 14: 机场业务 2016-2022H1 营收及增速	8
图 15: 机场业务 2016-2021 年毛利润和毛利率	8
图 16: 三亚凤凰机场 2016-2022 航班起降架次及增速	9
图 17: 三亚凤凰机场各航站楼面积(万平方米)	9
图 18: 三亚凤凰机场 2016-2022H1 营收及占比	9
图 19: 三亚凤凰机场 2016-2022H1 净利润	9
图 20: 2015-2022H1 美兰机场免税店投资收益及增速	10
图 21: 2015-2022H1 年美兰机场免税店投资收益占比	10
图 22: 2021-2022H1 凤凰机场免税店投资收益	11
图 23: 2021-2022H1 凤凰机场免税店租金收入及占比	11
图 24: 2021-2022H1 海控全球精品免税城租金收入及占比(%)	11
图 25: 2016-2022H1 地产业务营收及增速	12
图 26: 2016-2021 年地产业务毛利率及毛利占比	12
图 27: 2018-2021 年物业管理业务营收及增速	12
图 28: 2018-2021 年物业管理业务毛利率及毛利占比	12
图 29: 公司飞训业务合作客户	13
图 30: 酒店和飞训业务 2020-2022H1 营收及占比	14
图 31: 酒店和飞训业务 2020-2021 年毛利率(%)	14
图 32: 21 世纪海上丝绸之路途经城市	16
图 33: 三亚凤凰机场、琼海博鳌机场地理位置	16
图 34: 2017-2025 年三亚凤凰机场旅客吞吐量	16
图 35: 2017-2025 年海口美兰机场旅客吞吐量	16
图 36: 海南“两主两辅一货运”空港布局	17
图 37: 海口江东新区临空经济区规划蓝图	17
图 38: 2011-2022Q3 海南离岛免税规模	18
图 39: 2011-2022Q3 海南离岛免税客单价及同比	18

表格目录

表 1: 海南机场历史沿革	2
表 2: 公司股权架构	5
表 3: 公司管理概况	5
表 4: 公司机场业务概览	8
表 5: 公司免税业务概览	10
表 6: 公司酒店业务概览	13
表 7: 海南自由贸易港建设总体方案梳理	14
表 8: 海南“一本三基四梁八柱”战略框架	15
表 9: 海南发展控股有限公司子公司概览	17
表 10: 离岛免税政策梳理	18
表 11: 海岛商业与全球精品免税城租金标准概览	19
表 12: 海口美兰机场免税店投资收益预测	19
表 13: 三亚凤凰机场免税店投资收益和租金收入预测	19
表 14: 海口日月广场免税店租金收入预测	20

分析师简介及承诺

顾熹闻，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn