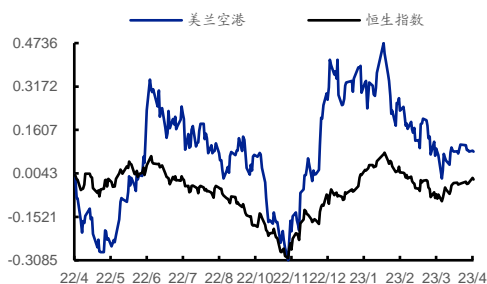


研究所  
 证券分析师： 许可 S0350521080001  
 xuk02@ghzq.com.cn  
 证券分析师： 李跃森 S0350521080010  
 liys05@ghzq.com.cn  
 联系人： 王航 S0350121100020  
 wangh09@ghzq.com.cn

## 与免税商订立补充协议， T2 免税第一个经营期限延长 23 个月 ——美兰空港（00357）点评报告

### 最近一年走势



### 相对恒生指数表现

2023/04/19

表现	1M	3M	12M
美兰空港	1.2%	-15.7%	-0.3%
恒生指数	5.8%	-4.7%	-4.0%

### 市场数据

2023/04/19

当前价格(港元)	18.26
52周价格区间(港元)	11.98-26.25
总市值(百万港元)	9,038.37
流通市值(百万港元)	4,334.04
总股本(万股)	47,321.30
流通股本(万股)	22,691.30
日均成交额(百万港元)	8.83
近一月换手(%)	9.40

### 相关报告

《——美兰空港（00357）点评报告：疫情拖累业绩转亏，2023年拐点可期（买入）\*航空机场\*许可，李跃森》——2023-03-02

《——美兰空港（00357）事件点评：租赁协议落地，疫后成长可期（买入）\*航空机场\*许可，李跃森》——2022-11-13

《——美兰空港（00357）中报点评：业绩符合预期，成本压力显现（买入）\*航空机场\*许可，李跃森》——2022-08-30

《美兰空港(0357.HK)跟踪报告：客流走出低谷，

### 事件：

美兰空港4月18日发布公告，公司与美兰机场免税店有限公司（美兰机场免税）签订特许经营协议补充协议，并与母公司及美兰机场免税就原综合服务协议签订综合服务补充协议。

协议内容主要包括：1、美兰机场免税在T2航站楼的特许经营权期限在第一个5年期基础上再延长23个月，由“5年+5年”变更为“5年+23个月+5年”。2、自2023年1月1日起，公司将取代母公司成为原综合服务协议一方，享有母公司权利并承担其义务，并履行原综合服务协议。

### 投资要点：

- 由于T2航站楼较原协议延期投产，补充协议约定第一个免税经营期限延长23个月

受疫情扰动及实际建设进度影响，T2航站楼于2021年12月正式投产，免税实际交场日期同样延期至2021年12月，距离原特许经营协议及原综合服务协议当中所约定的起始日（2020年1月1日）延后23个月的间隔。

据原协议约定，美兰机场免税在T2航站楼的第一个5年经营期限将于2024年底到期。故双方签订此次补充协议，将美兰机场免税在T2航站楼的特许经营期限在此基础上再延长23个月，即协议期限由原来的5年+5年改为5年+23个月+5年。此外，在第一个5年期限满6个月内（即2024年底）公司将与美兰机场免税协商延长23个月内期间的年度保底收入计算标准，并签订补充协议。届时的免税保底收入标准将与旅客吞吐量和既往免税销售额挂钩。

- 疫后复苏背景下，多重因素促成补充协议签订

此次补充协议由多方面因素共同促成。疫后复苏背景下，海南客流快速恢复，离岛免税发展面临新的机遇和挑战。伴随离岛免税运营商数量持续增加，机场渠道的稀缺性也日益凸显。随着2024年公司免税重签时点逐渐临近，扣点率等关键商业条款届时或将成为竞争的核心筹码。此次协议签订后，美兰空港T2免税招标将延后至2026

尽享双重红利（买入）\*机场\*李跃森，许可》——  
2022-07-01

《——美兰空港（00357）事件点评：疫情反复  
无碍业绩增长，自贸港枢纽开启新篇章（买入）\*  
机场\*许可，李跃森》——2022-03-28

年底，T2 现有的 15%扣点率将再锁定 23 个月，原预计将于 2024 年年底开启的免税招标或将采用 T1 单独招标的形式。

同时，根据此前母公司与美兰机场免税所签订的《综合服务补充协议》，由于母公司向免税商提供了安全检查和安保等相应服务，免税商要向母公司按月支付部分扣点和固定租金，以作为综合服务费。而根据去年 12 月上市公司与母公司之间的租赁协议及本次补充协议，这部分综合服务费未来将由上市公司向免税商收取，而上市公司将向母公司支付固定租金。

### ■ 长期成长逻辑清晰，看好 2023 年双重拐点投资机会

美兰机场客流恢复速度全国领先。根据航班管家数据，截至 4 月 14 日，2023 年年初以来美兰机场累计旅客吞吐量已超 2019 年同期 9 成水平，其中二季度以来旅客吞吐量已超 2019 年同期水平。伴随客流持续修复，公司基本面将在 2023 年迎来拐点。

除了基本面拐点外，伴随海南省国资委控股的海南机场实业投资有限公司成为母公司第一大股东，多年来在港股市场压制公司估值的问题不复存在，公司估值定价层面也将有望迎来拐点。

公司长期成长逻辑清晰，二期顺利投产后，美兰空港正式迈入“双航站楼+双跑道”运营时代，产能上限已经打开。中性预期下 2025 年机场旅客吞吐量将达到约 3500 万人次、免税销售额约为 86 亿元，假设 T1 扣点率届时提升至 25%，则当年可实现免税租金收入 16.4 亿元，对应当前市值股价仍然处于大幅低估。

### ■ 盈利预测和投资评级

预计公司 2023-2025 年营收分别为 22.90、31.05、41.35 亿元，归母净利润分别为 3.14、10.02、18.83 亿元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 24.37、7.64、4.07 倍。虽然公司短期业绩受到影响，但未来广阔成长空间没有改变，当前价值仍被持续低估，维持“买入”评级。

- **风险提示：**重大政策变动、店铺招商不及预期，免税销售不及预期、机场建设进度不及预期、增发进度存在不确定性等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	1141	2290	3105	4135
增长率（%）	-29	101	36	33
归母净利润（百万元）	-155	314	1002	1883
增长率（%）	-125	-267	219	88
摊薄每股收益（元）	-0.33	0.66	2.12	3.98
ROE（%）	-4	7	18	27
P/E		24.37	7.64	4.07
P/B	1.74	1.63	1.39	1.09
P/S	6.71	3.34	2.47	1.85
EV/EBITDA	28.38	6.88	4.37	2.99

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

注：上述财务数据均为人民币，HKD/CNY=0.8860；

附表：美兰空港盈利预测表

证券代码:	00357		股价:	16.18	投资评级:	买入	日期:	2023/04/19	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	-4%	7%	18%	27%	EPS	-0.33	0.66	2.12	3.98
毛利率	2%	27%	45%	59%	BVPS	9.32	9.92	11.61	14.79
期间费率	21%	15%	11%	8%	<b>估值</b>				
销售净利率	-14%	14%	32%	46%	P/E		24.37	7.64	4.07
<b>成长能力</b>					P/B	1.74	1.63	1.39	1.09
收入增长率	-29%	101%	36%	33%	P/S	6.71	3.34	2.47	1.85
利润增长率	-125%	-267%	219%	88%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
总资产周转率	0.11	0.16	0.21	0.24	营业收入	1141	2290	3105	4135
应收账款周转率	4.56	4.55	4.56	4.56	营业成本	1123	1674	1701	1714
存货周转率	1209.74	1236.91	1214.43	1220.25	营业税金及附加	71	37	51	67
<b>偿债能力</b>					销售费用	2	8	9	10
资产负债率	59%	67%	63%	60%	管理费用	82	120	122	125
流动比	0.08	0.40	0.45	0.63	财务费用	88	187	152	114
速动比	0.08	0.40	0.45	0.63	其他费用/(-收入)	-6	-113	-130	-149
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	-220	378	1200	2254
现金及现金等价物	119	1369	1456	2190	营业外净收支	-17	-2	-2	-2
应收款项	250	503	681	907	利润总额	-236	376	1198	2252
存货净额	1	1	1	1	所得税费用	-46	56	180	338
其他流动资产	81	160	207	280	净利润	-191	319	1018	1914
<b>流动资产合计</b>	<b>452</b>	<b>2033</b>	<b>2345</b>	<b>3377</b>	少数股东损益	-35	5	16	32
固定资产	7288	6921	6631	6377	归属于母公司净利润	-155	314	1002	1883
在建工程	0	33	1033	1953	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	2892	5331	4747	5766	经营活动现金流	418	885	1822	2649
长期股权投资	8	0	0	0	净利润	-191	319	1018	1914
<b>资产总计</b>	<b>10640</b>	<b>14318</b>	<b>14756</b>	<b>17474</b>	少数股东权益	-35	5	16	32
短期借款	100	0	0	0	折旧摊销	347	339	331	296
应付款项	0	500	500	500	公允价值变动	-111	-128	-147	-169
预收帐款	29	59	81	106	营运资金变动	-45	-3722	94	72
其他流动负债	5858	4473	4582	4785	投资活动现金流	39	-1153	-864	-764
<b>流动负债合计</b>	<b>5988</b>	<b>5032</b>	<b>5164</b>	<b>5390</b>	资本支出	-60	115	965	889
长期借款及应付债券	0	1819	1819	1719	长期投资	-11	111	128	147
其他长期负债	245	2765	2258	3321	其他	110	-1380	-1958	-1800
<b>长期负债合计</b>	<b>245</b>	<b>4583</b>	<b>4077</b>	<b>5040</b>	筹资活动现金流	-17	986	-871	-1151
<b>负债合计</b>	<b>6233</b>	<b>9616</b>	<b>9241</b>	<b>10431</b>	债务融资	100	1719	0	-100
股东权益合计	4407	4702	5516	7043	权益融资	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10640</b>	<b>14318</b>	<b>14756</b>	<b>17474</b>	其它	-117	-733	-871	-1051
					现金净增加额	440	717	87	734

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

注：上述股价及财务数据均为人民币，2022 年现金流量表为预测值，HKD/CNY=0.8860；

## 【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

## 【分析师承诺】

许可，李跃森，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告

所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。