

# 海南机场 (600515.SH)

增持

2022年承压下聚焦主业，自贸港卡位龙头迎复苏成长

## 核心观点

**2022年收入同增4%，扣非净亏损5亿。**2022年，公司收入47.0亿/+3.9%，归母业绩18.7亿/+300.7%，扣非亏损5.2亿/转亏，非经损益主要系南海明珠土地出让金及税金冲回增厚18.64亿及公允变动损益、政府补助综合影响。

**单四季度扣非亏损2.8亿，机场主业承压但地产结转大幅提升。**单Q4，公司收入17.5亿元/+104.7%，归母业绩1.5亿元/+51.7%，扣非亏2.8亿元/转亏。Q4非经常损益确认4.4亿，主要系政府补助1.4亿+公允价值变动3.1亿影响；疫情扰动机场主业及地产结转提速等影响扣非业绩。

**机场收入同降34%，房地产收入占比超4成。**2022年机场管理营收10.4亿元/-33.9%，控股及管理输出机场飞机起降架次/旅客吞吐量/货邮吞吐量恢复至2019年的60%/47%/67%。**房地产**营收20.7亿/+84.7%，持有型物业租赁转入；期末投资性房地产余额约135亿元。物业管理和其他收入略下滑。

**估算2022年免税税前权益贡献约2亿+，同比下降约50%。**公司免税收益包括机场和市内店租金收益及参股免税店投资收益，全年相关免税店线下销售额75亿元，占海南免税销售额21.5%。**1) 租金方面：**2022年末，公司离岛免税租赁面积7.19万m<sup>2</sup>。全年日月广场免税店租金0.91亿元/+94%（估算中免/海发控各0.28/0.63亿元）、三亚凤凰机场免税租金1.39亿元（免税店/提货点各0.76/0.63亿元）；**2) 三亚凤凰/海口美兰机场免税店投资收益**各0.07/0.45亿元，同比-63/-85%。综合考虑持股比例差异，我们估算公司免税业务税前权益贡献约2亿+，估算同比下降约50%。

**2023年一季度喜迎开门红，期待全年机场业务及免税租金复苏成长。**公司未来一看**机场客流持续回暖**，2023Q1 三亚、海口机场日均旅客吞吐量恢复至2019Q1的100%/90%，4月上半月恢复至2019年约120%/109%，复苏持续提速；此外，公司拟建三亚凤凰机场T3航站楼，打开承载上限。**二看免税面积扩容。**2021年底海口美兰T2投入使用，免税面积近翻倍；今年三亚机场免税经营面积有望从1800增至6800平米，助力免税收益提升。**三看租金扣点调整贡献。**公司先后与海发控、中免重签日月广场租约协议，中免日月广场店由此前相对较低水平的固定租金调整为保底+3%扣点租金，与海发控调整后扣点一致，有望带来增量贡献，且市场化定价有助于中长期良性共赢。

**风险提示：**宏观经济下行风险；政策、自贸港建设及新项目推进不及预期。

**投资建议：**维持23-25年归母净利润为11.6/15.9/18.9亿元，同比增速-37/+37/+19%，对应EPS为0.10/0.14/0.17，PE为47/34/29x（新增2025年业绩预测）。今年以来，海南核心机场客流复苏助力机场主业回暖，机场免税扩容和日月广场租金收益提升也有助力其免税收益增长。公司系海南自贸港建设最核心受益主体，机场、市内等稀缺卡位享一定确定性溢价，且未来依托国资背景，其海南渠道卡位优势有望持续巩固，维持“增持”评级。

## 公司研究·财报点评

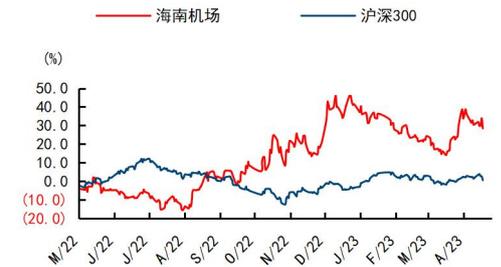
### 社会服务·旅游及景区

**证券分析师：曾光** 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003  
**证券分析师：曾光** 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn S0980513100003  
**证券分析师：姜明** 021-60933128 jiangming2@guosen.com.cn S0980521010004  
**联系人：杨玉莹** 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

## 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	4.56元
总市值/流通市值	52099/41843 百万元
52周最高价/最低价	5.34/2.94元
近3个月日均成交额	285.85百万元

## 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

《海南机场(600515.SH)-重整后聚焦“机场+免税”，关键卡位享海南自贸港成长红利》——2022-11-03

**盈利预测和财务指标**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,525	4,701	7,690	8,584	9,321
(+/-%)	-28.3%	3.9%	63.6%	11.6%	8.6%
净利润(百万元)	463	1856	1161	1593	1895
(+/-%)	-106.0%	300.7%	-37.5%	37.2%	18.9%
每股收益(元)	0.04	0.16	0.10	0.14	0.17
EBIT Margin	2.1%	6.5%	24.0%	26.5%	26.7%
净资产收益率(ROE)	2.4%	8.3%	5.0%	6.5%	7.4%
市盈率(PE)	117.1	29.2	46.7	34.1	28.6
EV/EBITDA	189.4	117.3	33.5	27.9	25.8
市净率(PB)	2.81	2.42	2.34	2.23	2.11

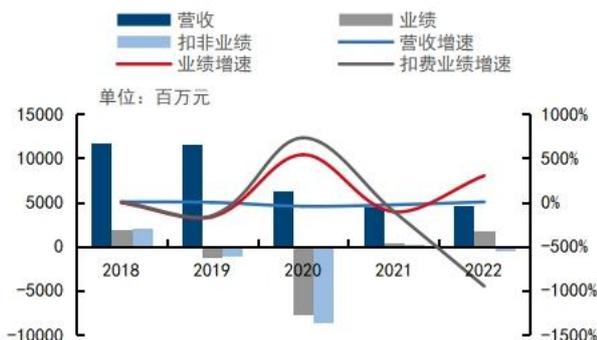
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**2022 年收入同增 4%，扣非净亏损 5 亿。**2022 年，公司收入 47.00 亿/+3.89%，归母业绩 18.56 亿/+300.68%，扣非亏损 5.16 亿/转亏，非经损益主要系南海明珠土地出让金及税金冲回约 20 亿及公允变动损益、政府补助综合影响。

**单四季度扣非亏损 2.8 亿，机场主业承压但地产交付增长。**单 Q4，公司收入 17.47 亿元/+104.7%，主要系地产收入推动；归母业绩 1.53 亿元/+51.73%，扣非亏损 2.84 亿元/转亏。Q4 非经常损益确认 4.4 亿，主要系政府补助 1.4 亿+公允价值变动 3.1 亿等影响；疫情扰动及地产结算等影响 Q4 扣非业绩。

图1：海南机场年度收入与业绩表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究生整理

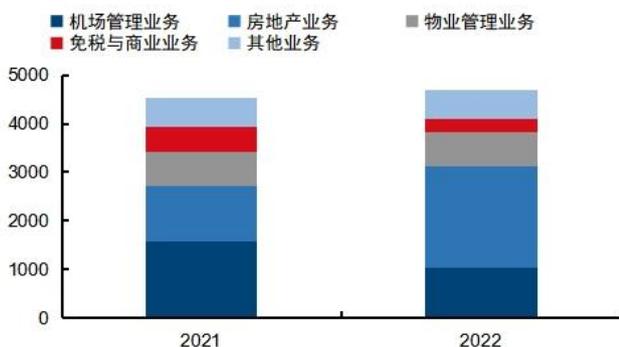
图2：海南机场 Q4 收入和业绩表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

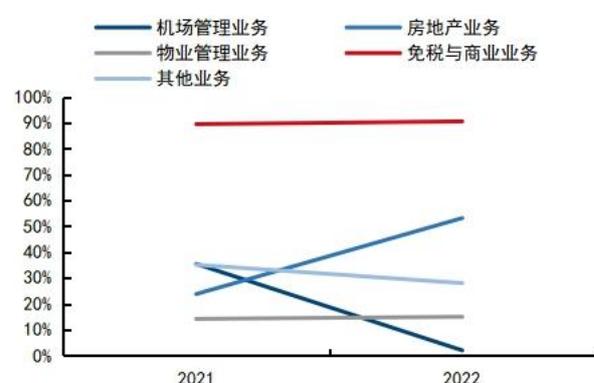
**分业务看，机场收入同降 34%，房地产收入占比超 4 成。**2022 年机场管理营收 10.44 亿元/-33.93%，控股及管理输出机场飞机起降架次/旅客吞吐量/货邮吞吐量恢复至 2019 年的 60%/47%/67%。**房地产**营收 20.73 亿/+84.66%，持有型物业租赁转入影响；项目投资完成 8.35 亿元，无新增开工面积，完工面积 12.32 万平方米；签约销售面积 8.73 万平方米，签约销售额约 14.60 亿元。单 Q4 公司房地产销售项目签约面积 36,542.49 平方米，较上年同期增长 497.82%；签约金额 70,268.89 万元，较上年同期增长 1694.65%。期末投资性房地产余额约 135 亿元。此外，**物业管理**营业收入 7.13 亿元/-1.99%，在管项目 163 个/-9 个，管理面积逾 1600 万平方米/-7%，毛利率 14.98%/+0.81pct。**其他业务**营收 6.01 亿元/-0.49%，毛利率 27.99%/-7.12pct，主要系海南迎宾馆酒店运营及天羽飞训相关培训业务。

图3：公司各业务收入情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司各业务毛利率情况

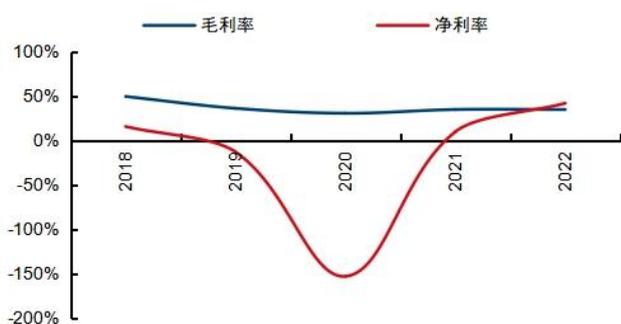


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**2022 年免税贡献税前收益约 2.45 亿元。**公司免税收入包括租金及参股投资收益。1) 租金收入：2022 年日月广场免税店租金 0.91 亿元/+94%（估算中免/海发控各 0.28/0.63 亿元）；三亚凤凰机场免税租金收入 1.39 亿元（免税店/提货点各 0.76/0.63 亿元）2) 三亚凤凰/海口美兰机场免税店投资收益各 0.07/0.45 亿元，同比-63/-85%。考虑公司持股凤凰机场 77.36%、海岛商业 94.82%股权，估算免税贡献税前收益约 2.45 亿元，估算同比下降约 50%。截止 2022 年末，公司整体离岛免税租赁面积 7.19 万<sup>m</sup>，其包含自持物业提供场地租赁面积 5.4 万<sup>m</sup>、参股投资公司租赁面积 1.79 万<sup>m</sup>。全年相关免税店线下销售额 75 亿元，占海南整体免税销售额 21.5%。

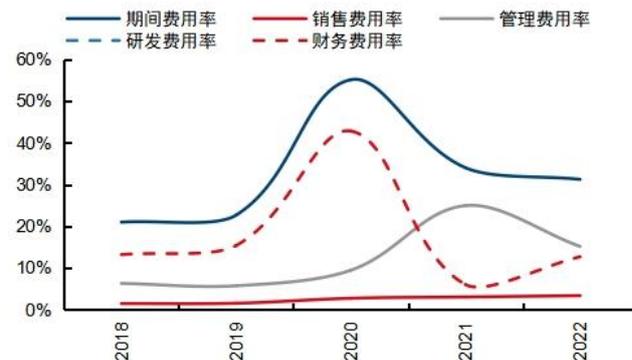
**财务分析：毛利率与管理费用率同比下降。**2022 年销售毛利率 34.93%，同比下降 19.00pct。销售费用率 3.38% (+0.33pct)；管理费用率 15.16% (-9.76pct)；财务费用率 12.67% (+6.63pct)。三项费用率合计 31.21%，同比下降 2.80pct。其中 2021 年因重整原因计提重整费用及职工债权致管理费用率较高，2022 年恢复正常，管理费用率回落；财务费用提升主要系 2022 年公司正常计提及支付有息负债利息，去年破产重整阶段暂停计提相关利息；销售费用伴随地产回暖而上行。

图5：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司期间费用率变化趋势

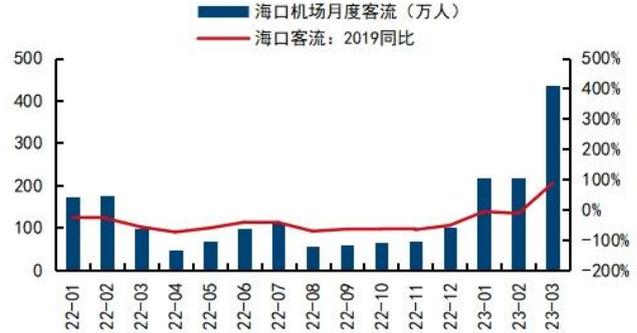


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**2023 年一季度喜迎开门红，期待全年机场业务及免税租金复苏成长。**后续公司一看机场客流持续回暖，2023Q1 三亚、海口机场日均旅客吞吐量恢复至 2019 年同期的 100%/90%，4 月上半月恢复至 2019 年约 120%/109%，复苏持续提速；此外，公司拟建三亚凤凰机场 T3 航站楼，打开承载上限。二看免税面积扩容。2021 年底海口美兰 T2 投入使用，免税面积近翻倍；今年三亚机场免税经营面积有望从 1800 增至 6800 平米，助力后续免税收益提升。三看租金扣点调整贡献。公司先后与海发控、中免重签日月广场租约协议，中免日月广场店由此前固定租金调整为保底+3%扣点租金，有望带来增量贡献。

**图7: 三亚凤凰机场月度吞吐量及较 2019 年恢复情况**


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**图8: 海口美兰机场月度吞吐量及较 2019 年恢复情况**


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 维持 23-25 年归母净利润为 11.6/15.9/18.9 亿元, 同比增速-37/+37/+19%, 对应 EPS 为 0.10/0.14/0.17, PE 为 47/34/29x (新增 2025 年业绩预测)。今年以来, 海南核心机场客流复苏助力机场主业回暖, 机场免税扩容和日月广场租金收益提升也有助力其免税收益提升。公司系海南自贸港建设最核心受益主体, 机场、市内等稀缺卡位享一定确定性溢价, 且未来依托国资背景, 其海南渠道卡位优势有望持续提升, 维持“增持”评级。

**附表: 重点公司盈利预测及估值**

代码	公司简称	股价 2023/4/20	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
600515.SH	海南机场	4.75	542.70	0.16	0.10	0.14	0.17	29	47	34	29	增持
600859.SH	王府井	23.01	261.17	0.17	0.93	1.17	1.37	134	25	20	17	买入
601888.SH	中国中免	171.00	3,537.75	2.58	5.61	7.70	9.74	66	30	22	18	买入

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	10998	7383	13059	14587	16281	营业收入	4525	4701	7690	8584	9321
应收款项	5171	1892	196	218	237	营业成本	2944	3059	4367	4779	5181
存货净额	12569	12790	1043	1145	1248	营业税金及附加	223	466	377	421	457
其他流动资产	1010	770	46	51	55	销售费用	138	159	292	326	354
<b>流动资产合计</b>	<b>29748</b>	<b>24337</b>	<b>15846</b>	<b>17505</b>	<b>19324</b>	管理费用	1127	712	811	784	840
固定资产	9227	9687	9334	9018	8683	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	2005	2021	1941	1861	1782	财务费用	273	596	614	567	563
投资性房地产	17342	18037	18037	18037	18037	投资收益	1255	47	270	358	551
长期股权投资	2847	2043	2037	2032	2026	资产减值及公允价值变动	(336)	160	15	15	0
<b>资产总计</b>	<b>61169</b>	<b>56125</b>	<b>47196</b>	<b>48453</b>	<b>49852</b>	其他收入	250	66	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	353	274	300	300	200	营业利润	988	(17)	1514	2081	2476
应付款项	4126	3416	323	354	386	营业外净收支	(158)	2056	10	10	10
其他流动负债	13980	7352	649	701	763	<b>利润总额</b>	<b>830</b>	<b>2039</b>	<b>1524</b>	<b>2091</b>	<b>2486</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>18459</b>	<b>11043</b>	<b>1272</b>	<b>1356</b>	<b>1349</b>	所得税费用	381	64	274	376	448
长期借款及应付债券	19976	18825	18825	18825	18825	少数股东损益	(14)	118	88	121	144
其他长期负债	2375	2448	2397	2346	2296	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>463</b>	<b>1856</b>	<b>1161</b>	<b>1593</b>	<b>1895</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>22350</b>	<b>21274</b>	<b>21223</b>	<b>21172</b>	<b>21121</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>40809</b>	<b>32317</b>	<b>22494</b>	<b>22527</b>	<b>22470</b>	净利润	463	1856	1161	1593	1895
少数股东权益	1054	1394	1474	1583	1713	资产减值准备	(403)	82	12	(2)	(5)
股东权益	19306	22415	23227	24343	25669	折旧摊销	409	433	449	475	483
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>61169</b>	<b>56125</b>	<b>47196</b>	<b>48453</b>	<b>49852</b>	公允价值变动损失	336	(160)	(15)	(15)	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	273	596	614	567	563
每股收益	0.04	0.16	0.10	0.14	0.17	营运资本变动	(1362)	(4578)	4332	(99)	(88)
每股红利	0.00	0.07	0.03	0.04	0.05	其它	390	(13)	67	111	135
每股净资产	1.69	1.96	2.03	2.13	2.25	<b>经营活动现金流</b>	<b>(167)</b>	<b>(2380)</b>	<b>6006</b>	<b>2064</b>	<b>2420</b>
ROIC	-0.20%	-0.60%	3%	5%	6%	资本开支	0	(1084)	(13)	(63)	(63)
ROE	2.40%	8.28%	5%	7%	7%	其它投资现金流	(0)	(1502)	0	0	0
毛利率	35%	35%	43%	44%	44%	<b>投资活动现金流</b>	<b>273</b>	<b>(1782)</b>	<b>(7)</b>	<b>(57)</b>	<b>(57)</b>
EBIT Margin	2%	6%	24%	27%	27%	权益性融资	(0)	3027	0	0	0
EBITDA Margin	11%	16%	30%	32%	32%	负债净变化	18261	(1150)	0	0	0
收入增长	-28%	4%	64%	12%	9%	支付股利、利息	(41)	(761)	(348)	(478)	(568)
净利润增长率	-106%	301%	-37%	37%	19%	其它融资现金流	(27409)	1342	26	0	(100)
资产负债率	68%	60%	51%	50%	49%	<b>融资活动现金流</b>	<b>9032</b>	<b>546</b>	<b>(323)</b>	<b>(478)</b>	<b>(668)</b>
股息率	0.1%	1.4%	0.6%	0.9%	1.0%	<b>现金净变动</b>	<b>9138</b>	<b>(3615)</b>	<b>5676</b>	<b>1528</b>	<b>1694</b>
P/E	117.1	29.2	46.7	34.1	28.6	货币资金的期初余额	1860	10998	7383	13059	14587
P/B	2.8	2.4	2.3	2.2	2.1	货币资金的期末余额	10998	7383	13059	14587	16281
EV/EBITDA	189.4	117.3	33.5	27.9	25.8	企业自由现金流	0	(4934)	6278	2179	2373
						权益自由现金流	0	(4742)	5801	1714	1811

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032