

➤ **重组完毕脱星摘帽，国资控股，业务转型聚焦机场与免税。** 2021 年公司进行业务重组，引入战略投资者海南控股（第一大股东），实控人变更为海南省国资委。重组债权安排后，公司费用端改善，现金比率提升，偿债压力大幅减轻，回归 60% 负债率水平。此前公司聚焦房地产业务，重整后公司逐步去化地产，构建“以机场主业为根本，以免税商业地产、物业酒店服务为两翼，以临空、资本为两大驱动引擎”的“一本两翼双引擎”新业态格局。2022 年，公司归母净利润为 18.56 亿元，主因土地转让金冲回 20 亿元，列入非经常性损益，扣非归母净利润为 -5.16 亿元，主要系机场及免税全年受疫情冲击影响较大。

➤ **机场业务为公司主要收入来源，凤凰机场为核心资产，贡献机场业务主要营收，旅游需求释放+机场扩建有望迎来新增长。** 2022 年凤凰机场实现营业收入为 9.38 亿元，机场业务营收占比达 89.93%。伴随免税二期项目推进以及 T3 航站楼扩建，非航空性业务收入有望迎来增长。疫情放开后，公司 2023 年客流实现开门红，2023 年第一季度凤凰机场完成航班起降 3.6 万架次，旅客吞吐量 619.5 万人次，航班起降架次与旅客吞吐量创通航以来季度历史新高，旅游需求释放有望助力航空性业务修复。

➤ **免税业务为公司重要成长点，参股+租赁共享海南离岛免税成长红利。** 1) **卡位核心地段把握流量关口出租物业：** 公司旗下的海口日月广场及控股的凤凰机场均为流量要地，通过给中免、海控全球精品免税城提供免税经营场地收取租金，2023 年公司重新调整与中免及海控全球精品免税城在日月广场的租金，有望进一步增厚业绩；2) **参股机场免税店：** 公司通过参股美兰机场免税店、凤凰机场免税店以及海南海航中免免税店获取投资收益，2023 年凤凰二期免税项目有望开业，届时将新增 5000 平米免税面积，进一步增厚公司业绩。

➤ **“去地产化”策略下，传统地产业务缩减，积极转型临空产业配套，强化物业管理服务品质。** 近年来公司积极沿着从海南省外到省内方向推进地产去化，加强在建储备项目推进，2022 年无新增开工面积，未来将积极转型临空产业，全力挖掘临空商业及相关产业链，聚焦海南省内核心资产；物业管理业绩稳健，在管项目规模稳定，有望未来通过增强服务品质提升附加价值。

➤ **公司核心主业有望深度受益于自贸港建设。** 海南自贸港方案囊括交通、旅游、税收、贸易等多方面内容，并致力于实现海南高度的人员、货物流通自由。我们认为公司机场业务有望深度受益于海南自贸港建设完毕后客流、货运的大幅提升，且伴随凤凰机场 T3 航站楼的投入，未来旅客吞吐量有望继续上一台阶承接增长的客流，同时公司卡位核心流量地段深度参与离岛免税，未来有望持续享受离岛免税红利；公司在海南的核心资产未来亦有望依托自贸港红利优势实现保值增值。

➤ **投资建议：** 公司为海南核心基础设施运营商，近年来转型“机场+免税”两大核心业务，我们认为公司业务未来有望深度受益于海南自贸港发展红利。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 9.60/13.78/17.70 亿元，分别同比变化 -48.31%/43.58%/28.45%，对应 PE 为 51/35/28X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 居民出境需求恢复低于预期；海南自贸港建设低于预期；宏观经济下滑；离岛免税政策变动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,701	6,398	7,269	7,954
增长率 (%)	3.9	36.1	13.6	9.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,856	960	1,378	1,770
增长率 (%)	300.7	-48.3	43.6	28.5
每股收益 (元)	0.16	0.08	0.12	0.15
PE	26	51	35	28
PB	2.2	2.1	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 05 月 24 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

4.28 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 周诗琪

执业证书：S0100122070030

电话：15821501215

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

目录

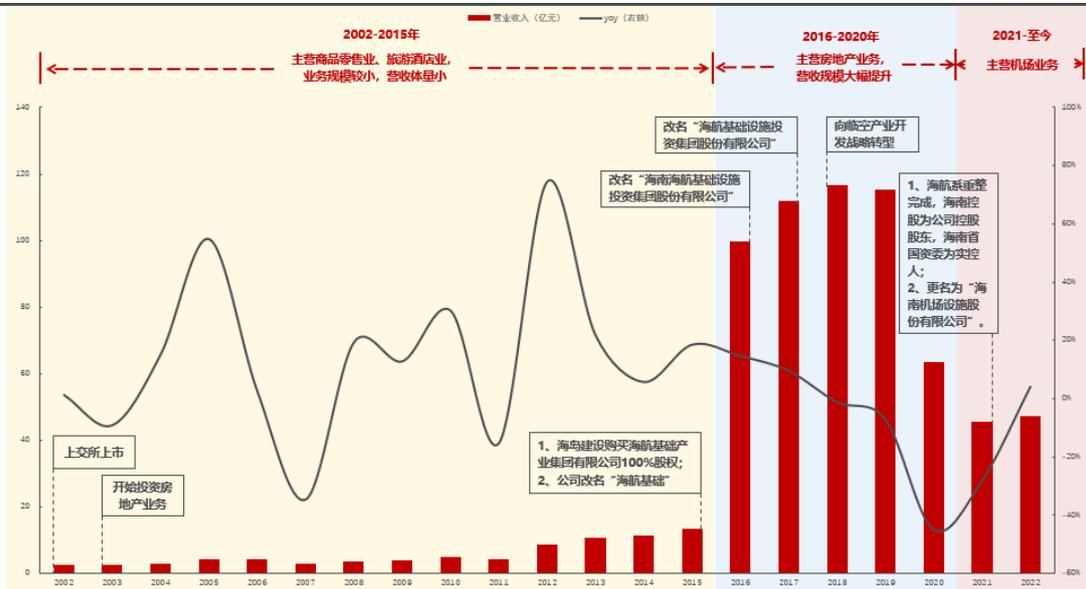
1 海南机场：聚焦“机场+免税”，自贸港核心基础设施运营商重组蜕变	3
1.1 历史沿革：历经两次资产重组，国资控股蜕变新生	3
1.2 业务概况：地产去化，聚焦“机场+免税”	5
1.3 财务概况：重整完毕生机渐显，资产结构向好，盈利能力稳步修复	7
2 机场业务：凤凰机场为核心资产，成长逻辑清晰	9
2.1 凤凰机场：核心机场资产，客流稳步修复免税逐步拓量	11
2.2 其他机场：积极扩建，期待逐步放量	13
2.3 客流修复叠加机场扩产下，旅客吞吐量有望再上新台阶	15
3 免税业务：参股经营+场地租赁，构建公司重要成长点	16
3.1 凤凰机场免税店：二期免税及 T3 航站楼扩建打开免税成长空间	17
3.2 美兰机场免税店：投资收益贡献公司主要利润，T2 航站楼扩建打开成长空间	19
3.3 海口日月广场：卡位核心商圈，调整租金协议有望持续增厚业绩	22
4 地产及物业：去化传统地产业务，转型开拓临空产业	24
4.1 地产业务：紧抓自贸港政策红利，着眼海南核心地产	24
4.2 物业业务：强化物管服务口碑，发掘未来盈利潜能	27
5 自贸港政策有望多维度赋能海南机场发展	29
5.1 海南自贸港政策出台，旅游交通及税务优化为两大重点	29
5.2 人员及贸易自由往来下打开机场业务成长空间	30
5.2 离岛免税持续扩容，坐拥优质物业享离岛免税红利	31
6 盈利预测与投资建议	34
6.1 盈利预测假设与业务拆分	34
6.2 估值分析	35
6.3 投资建议	36
7 风险提示	37
插图目录	39
表格目录	39

1 海南机场：聚焦“机场+免税”，自贸港核心基础设施运营商重组蜕变

1.1 历史沿革：历经两次资产重组，国资控股蜕变新生

海南机场设施股份有限公司成立于1993年，2002年8月6日在上海证券交易所上市。在公司近30年的发展中，公司历经两次资产重组，现已成为主营机场运营服务，协同发展免税商业地产、酒店物业服务等业务的海南自贸港建设“主力军”。

图1：公司发展历程一览



资料来源：wind，民生证券研究院

公司发展历程主要分为三部分：

1) 业务扩张阶段 (1993-2015年)：地产起家，向百货零售业跨越

公司前身为海南第一投资招商股份有限公司，由一投集团、海南川经协作贸易公司、海南光大信房地产开发有限公司、海南凤凰机场总公司共同发起设立，设立初期主要从事房地产业务。1995年，由于此前与永卓香港有限公司在商品零售业务的合作未能成功，公司便开始独立经营百货业，并在未来几年逐步建立起以商品零售业、旅游酒店业为主业的产业架构，业务多元化发展。

2) 第一次资产重组后 (2016-2020年)：剥离百货，更名“海航基础”，专注基础设施建设

2015年底，海岛建设（公司前身）以发行股份及支付现金的方式，购买海航基础产业集团有限公司100%股权，并在2016年1月26日更名为“海南海航基础设施投资集团股份有限公司”。公司完成资产重组后，转型为国内领先的基

基础设施项目投资开发与运营商之一，业务范围包括各类地产项目的投资与开发、机场的投资运营管理，以及港口码头、公/铁路网、管网、能源、综合交通枢纽等基础设施的建设。2017年12月，公司更名为“海航基础设施投资集团股份有限公司”。

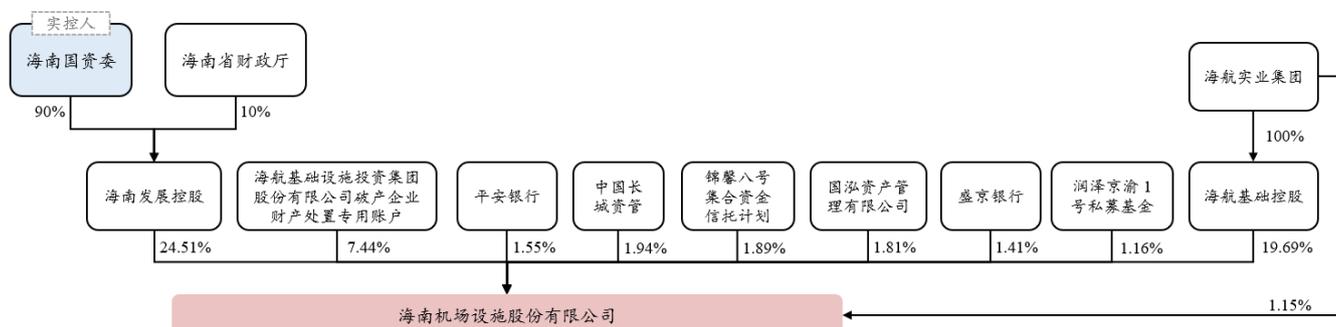
2018年，党中央提出建设中国特色自由贸易港，支持海南全岛建设自由贸易试验区。公司把握海南自贸港建设的发展机遇、借助自己在基础设施领域的原始积累，推动公司地产业务向临空产业开发转型，在深耕海南临空产业开发的同时向全国一、二线城市的临空产业园拓展。

3) 第二次资产重组后 (2021年-至今)：海南省国资委成为公司实控人，加速去地产化，坚定转型“机场+免税”

长期以来，海航采取重资产的经营模式且持续扩张，资产负债率均维持在较高水平。2018年海航资金流动性问题日益显现，2020年疫情的爆发更是让海航陷入资不抵债的局面。2021年1月，海航正式宣布破产重组，公司被拆分为“航空”、“机场”、“金融”、“商业及其他”四大板块各自独立运营，分别引入战略投资者。公司于2021年12月更名为“海南机场设施股份有限公司”，并于2022年10月申请变更证券简称为“海南机场”，未来将聚焦于机场及免税两大核心业务，促进企业的良性健康发展。

2021年公司重组，海南控股成为海南机场的战略投资者及控股股东，海南省国资委为公司实控人。根据2022年年报，海南省国资委为公司实控人，持股比例为22.06%；海南控股为公司第一大股东，持股比例达24.51%，海航基础控股为公司第二大股东，持股比例为19.69%，其他前十大股东主要为银行、信托、私募基金等。

图2：海南控股为公司第一大股东，海南国资委为公司实控人



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 业务概况：地产去化，聚焦“机场+免税”

公司主营业务分为机场、免税及商业、地产、物业、其他业务（酒店飞训等）五大板块，具体情况如下：

1) **机场业务：公司参控股、管理 11 家机场。**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，如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。其中公司旗下凤凰机场免税相关收入及投资收益计入机场业务收入口径。

2) **免税及商业业务：主要由公司旗下子公司海岛商业运营，收入主要来自场地租赁的租金收入和参股投资的投资收益。**①租金收入：运营海口日月广场收取免税运营商场租赁费用；②投资收益：通过参股海口美兰机场免税店、海南海航中免开展免税业务取得的投资收益。

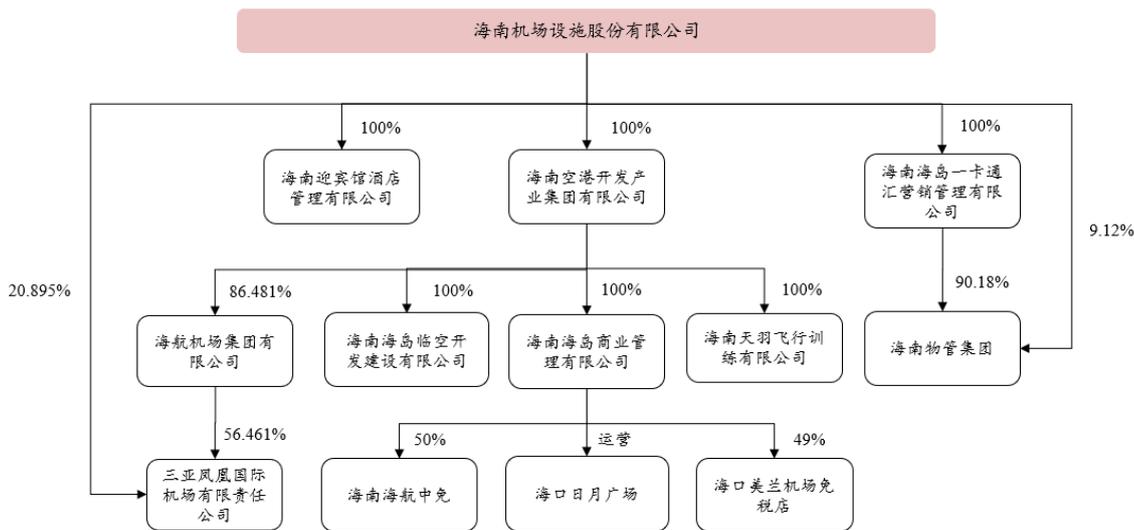
3) **地产业务：主要为房地产的管理、出租及销售，主要由旗下海岛临空地产子公司运营。**第二次重整工作完成后，公司正在逐步推进“去房地产化”工作，聚焦临空产业，推进地产业务转型工作。截至 2022 年，公司尚有在建及土地储备项目 23 个，土地面积逾 6000 亩。公司已完工、在建项目的账面价值约 106.61 亿元，包括豪庭系列项目、海南中心、海口国瑞大厦项目等。公司投资性房地产的期末余额约 135.41 亿元，包括海口日月广场、海南大厦、海航大厦、海控国际广场等，主要为持有租赁。

4) **物业业务：专注于航空机场产业园、政府企事业单位、住宅商业写字楼等业态，目前在管物业项目共计 163 个，管理面积近 1600 万㎡。**

5) **其他业务：主要包括酒店及飞行训练等业务。**①酒店业务：公司自有自管酒店 2 家，为海南迎宾馆酒店、凤凰机场酒店；委托管理酒店 3 家，分别为：海口希尔顿酒店、儋州福朋喜来登酒店、琼中福朋喜来登酒店（已于 2023 年 4 月试营业）。②飞行训练服务：天羽飞训合作客户 40 余家，模拟机训练总计约超 13.5 万小时。

从公司组织架构来看，子公司各司其职，业务覆盖机场、免税、物业管理等。“去地产化”重组改革后，公司各项目业务通过参股公司独立经营，呈现蓄势待发、多样化发展的局面，业务包括机场、免税及商业、物业管理、房地产、其他业务例如空训、酒店等。

图3：公司重点参股子公司情况（截止 2023 年 4 月 22 日）

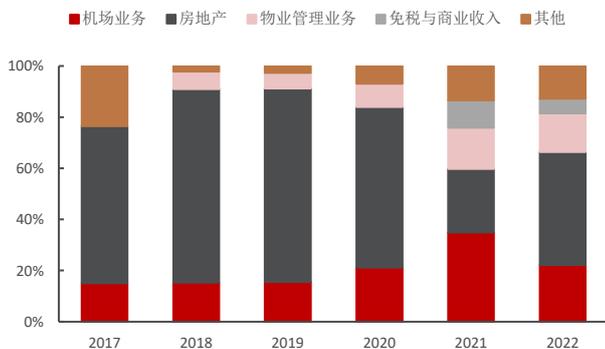


资料来源：wind，民生证券研究院

逐步推进去地产化，聚焦“机场+免税”。近年来公司逐步收缩地产业务、退出工程管理业务，地产收入及工程管理业务收入显著下降，其中贡献主要收入来源的地产业务的收入从 2019 年的 87.22 亿元缩减至 2022 的 20.73 亿元，收入占比由 2019 年的 62.8%减少到 2021 年的 24.82%，2022 年在无新增开工面积的情况下因为出售存量房产收入占比提升至 44.11%。同时公司聚焦机场及免税主业，两者收入占比稳步上升，其中机场业务收入占比由 2019 年的 21.2%增长至 2021 年的 34.93%，成为第一收入来源，2022 年因为地产销售收入提升占比下调为 22.22%，2022 年免税及商业业务收入占比为 5.73%。

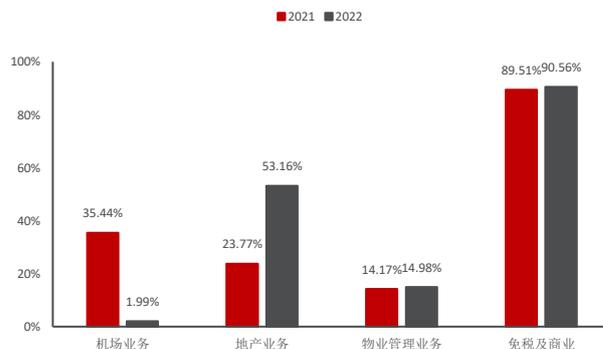
从毛利率来看，公司免税及商业业务毛利率最高，2022 年达 90.56%，机场业务因 2022 年受疫情冲击毛利率大幅下滑，仅为 1.99%，参考 2021 年，正常情况下毛利率可达 35.44%，地产及物业管理业务 2022 年毛利率分别为 53.16%、14.98%。

图4：海南机场各业务营业收入占比



资料来源：wind，民生证券研究院；注：免税业务不含凤凰机场

图5：2021-2022 海南机场分业务毛利率情况



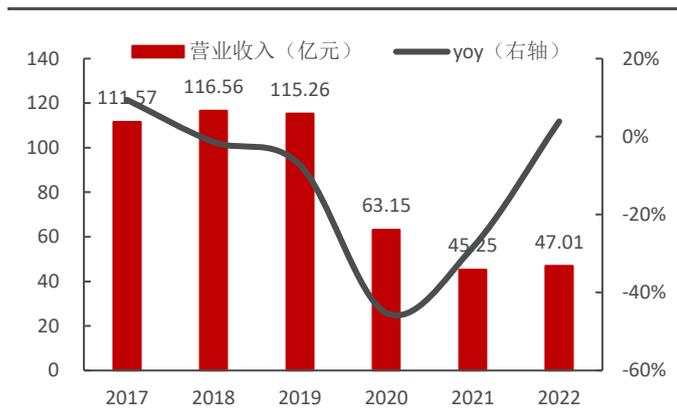
资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 财务概况：重整完毕生机渐显，资产结构向好，盈利能力稳步修复

业务转型叠加疫情冲击下，公司营收承压，重整完毕后营收重回正增长，归母净利润转正稳步增长。2017-2019 年公司营业收入较为稳定，伴随公司逐步收缩地产业务及叠加疫情影响，2020/2021 年公司营业收入同比下滑 45.23%/28.40%，2022 年公司实现营业收入 47.01 亿元，同比增长 3.89%，恢复至 2019 年的 40.78%。

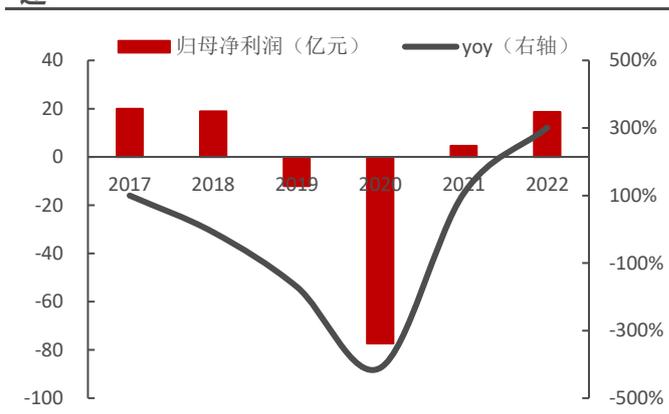
利润端，受到高企财务费用、信用减值及资产减值等影响，公司自 2019 年开始利润转负，2020 年亏损达 77.37 亿元，伴随公司完成重整及债务安排，公司财务费用得到大幅改善，归母净利润逐步转正，2021 年实现归母净利润 4.63 亿元，2022 年受到土地出让金冲回这一非经常性损益影响，公司实现归母净利润 18.56 亿元，扣非归母净利润为-5.16 亿元。

图6：2017-2022 年海南机场营业收入（亿元）及增速



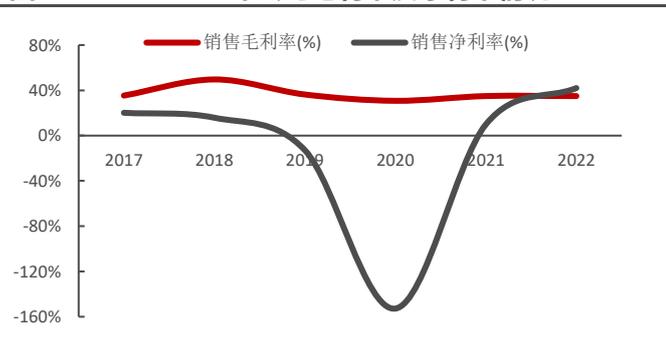
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2017-2022 年海南机场归母净利润（亿元）及增速

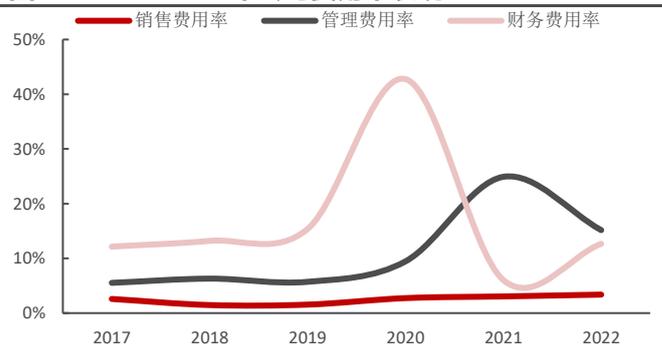


资料来源：wind，民生证券研究院

财务流动性问题解决，盈利能力“v 型”反弹。公司销售毛利率长期维持在 30%以上，销售净利率在 2020 年因高财务费用率而大幅下滑，在 2021 年完成资产重组后实现“深 V”反弹。2021 年，公司销售毛利率/销售净利率为 34.94%/9.92%，yoy+4.19%/+162.74pcts。2022 年公司毛利率/净利率分别为 34.93%/42.01%，yoy-0.01%/+32.09pcts，净利率大幅提升主因公司将原计提需缴纳的土地出让金及相关费用冲回，确认营业外收入 20.00 亿元，进而拉升净利率。

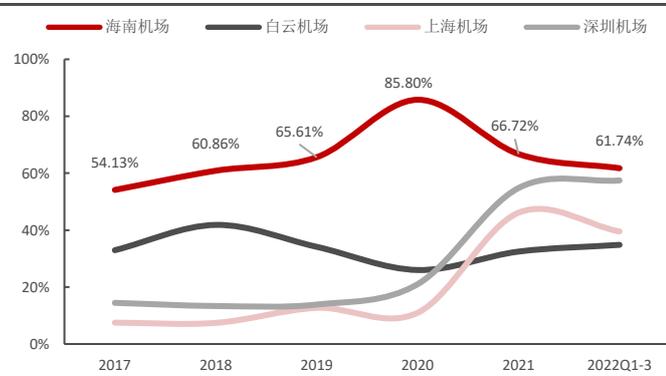
图8: 2017-2022 年公司毛利率及净利率情况


资料来源: wind, 民生证券研究院

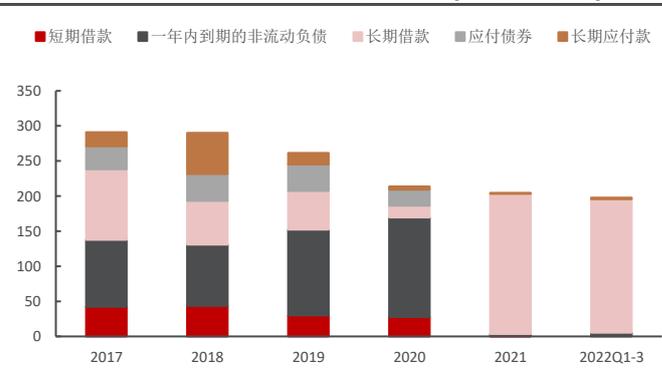
图9: 2017-2022 年公司费用率表现


资料来源: wind, 民生证券研究院

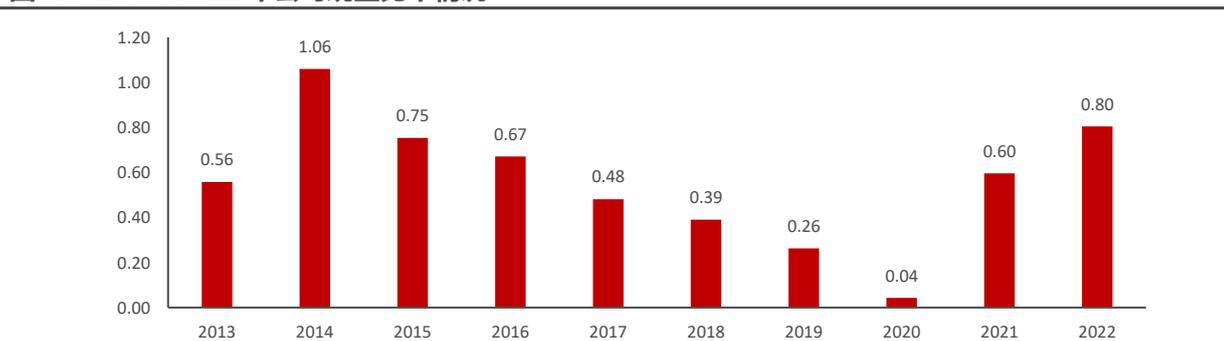
重整完毕后公司资产负债结构优化, 偿债压力大幅减轻。公司以重资产为主且长期扩张, 在疫情冲击经济背景下, 2020 年公司资产负债率一度攀升到 85.80%, 同时因现金流不足, 公司财务情况持续恶化, 债务大面积违约。2021 年, 公司及二十家子公司进行破产重整, 将部分股票抵偿给债权人, 债转股引入战略投资并补充现金流, 留债则转按 10 年期清偿; 重整完成后, 2022 年公司资产负债率回到 60%左右的水平, 有息负债中长期负债占比超 95%, 债务压力大幅降低。此外, 公司通过南海明珠股权转让及战略投资等方式优化现金流, 近两年来公司现金比率显著提升, 流动性增强。

图10: 2017-2022 年可比机场资产负债率对比


资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 2017-2022 年公司有息负债 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 2013-2022 年公司现金比率情况


资料来源: wind, 民生证券研究院

2 机场业务：凤凰机场为核心资产，成长逻辑清晰

公司机场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，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。

公司目前旗下共 11 家机场，其中控股 7 家机场，参股 2 家机场，管理输出两家机场。目前公司控股 7 家机场：凤凰机场、琼海博鳌机场、安庆天柱山机场（86.48%）、唐山三女河机场（44.60%）、潍坊南苑机场（86.48%）、营口兰旗机场（51.89%）、满洲里西郊机场（57.94%），其中琼海博鳌机场委托关联方博鳌管理进行管理。此外，公司通过子公司参股 2 家机场：宜昌三峡机场、东营胜利机场，管理输出 2 家机场：松原查干湖机场（77.83%）、三沙永兴机场（86.48%）。

表1：公司共参控股、管理 11 家机场基本情况

机场名称	持股比例	所属省份	等级	2019 年旅客吞吐量 (万人次)	2022 年旅客吞吐量 (万人次)	旅客吞吐量恢复水平	名次
控股机场							
三亚凤凰机场	77.36%	海南省	4E 级民用运输国际机场	2016.37	951.43	47.19%	21
琼海博鳌机场	45.42%	海南省	4C 级民用运输机场	55.87	44.76	80.11%	104
安庆天柱山机场	86.48%	安徽省	4C 级中国国内军民合用支线机场	59.29	29.11	49.10%	130
唐山三女河机场	44.60%	河北省	4C 级军民合用支线机场	50.52	34.60	68.49%	120
潍坊南苑机场	86.48%	山东省	4D 级军民合用支线机场	46.86	13.47	28.76%	166
营口兰旗机场	51.89%	辽宁省	4C 级中国国内支线机场	40.65	8.50	20.91%	192
满洲里西郊机场	57.94%	内蒙古自治区	4D 级民用运输机场	37.51	9.04	24.10%	190
子公司参股							
宜昌三峡机场	49%	湖北省	4D 级国际支线机场	326.00	125.25	38.42%	57
东营胜利机场	20%	山东省	4D 级国内支线机场	88.01	43.41	49.33%	106
管理输出							
松原查干湖机场	77.83%	吉林省	4C 级中国国内旅游支线机场	15.24	4.20	27.55%	213
三沙永兴机场	86.48%	海南省	4C 级军民合用机场	7.14	2.87	40.26%	221

资料来源：wind，百度百科，中国民用航空局，民生证券研究院整理

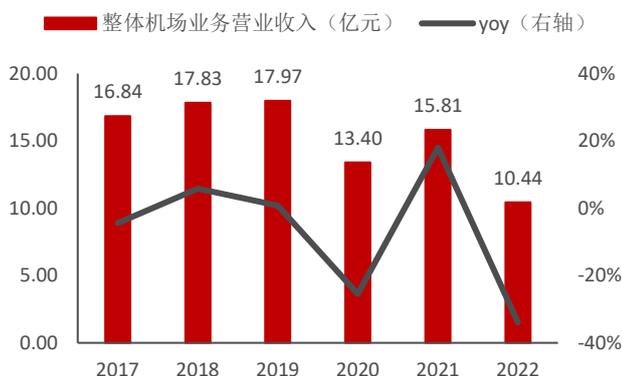
收入端，疫情期间受出行限制较大，营收下滑明显，伴随疫情放开，公司飞机起降架次和旅客吞吐量显著修复，机场业务有望逐步回温。2020 年因疫情影响，公司机场业务收入同比下降 25.46%，2021 年出行复苏后收入已恢复至 2019 年的 87.95%，实现飞机起降架次 14.66 万架次，旅客吞吐量 1949.30 万人次，货邮吞吐量 14.14 万吨，同比 2020 年分别增长 8.32%、9.72%、21.00%，恢复至 2019 年疫情前同期 94.38%、83.64%、119.46%。

2022 年因疫情政策收紧全国机场业务收缩，2022 年全年机场业务收入为 10.44 亿元，同比下滑 33.95%，起降架次及旅客吞吐量分别为 7.39 万架次、951

万人次，为 2019 年同期的 59.97%、47.19%。

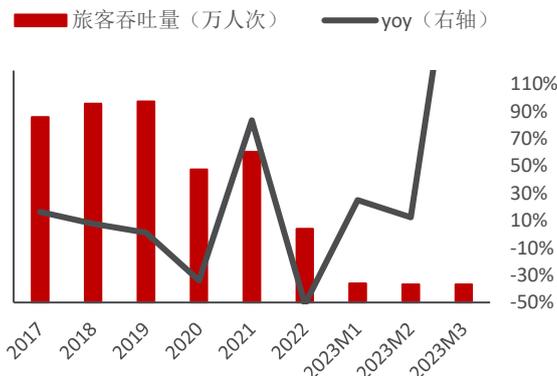
自 2022 年 12 月疫情放开以来，旅游业快速回温，海南机场 2023 年 1 月/2 月/3 月实现飞机起降架次 1.57/1.46/1.58 万架次，同比 5.49%/-0.61%/132.00%；旅客吞吐量 245.54/235.16/232.23 万人次，同比 24.99%/12.32%/267.16%；货邮吞吐量 1.48/1.23/1.41 万吨，同比 -4.82%/6.05%/54.65%，实现 2023 年开门红，我们预计伴随疫情管制放开机场业务收入有望逐步修复至 2019 年水平。

图13：公司整体机场业务收入（亿元）及增速



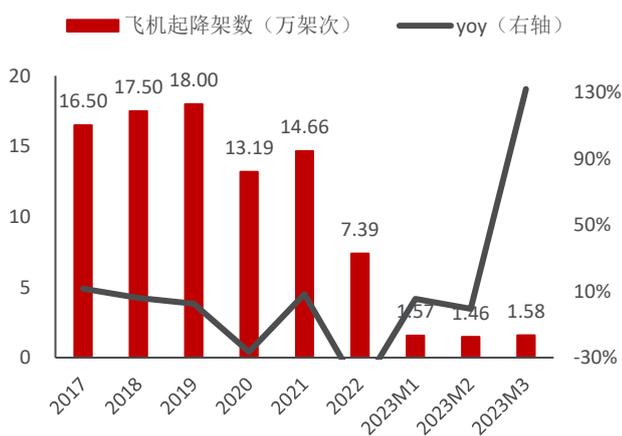
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：海南机场旅客吞吐量（万人次）



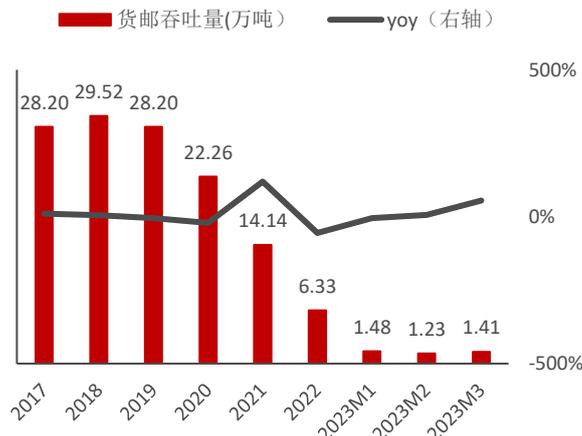
资料来源：公司年报，wind，民生证券研究院

图15：海南机场飞机起降架数（万架次）



资料来源：公司年报，wind，民生证券研究院

图16：海南机场货邮吞吐量(万吨)

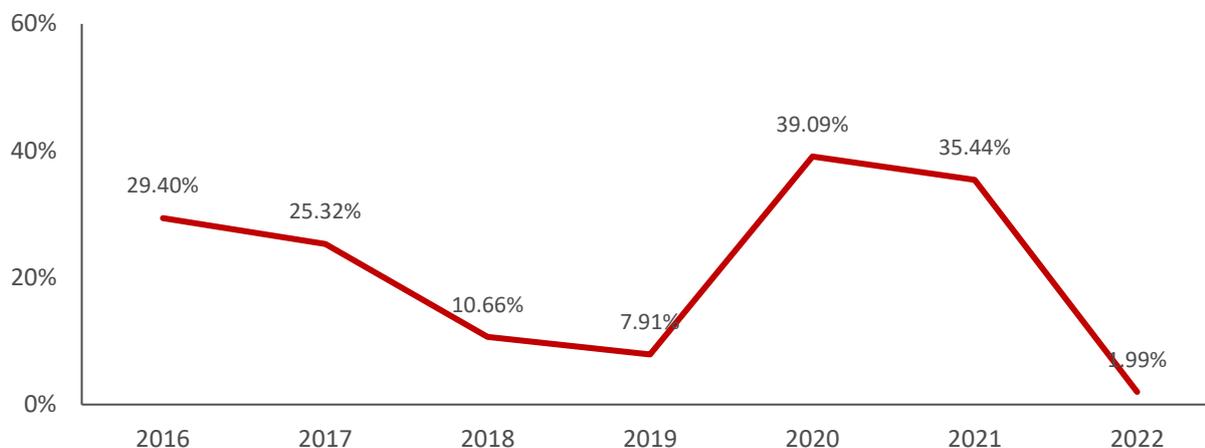


资料来源：公司年报，wind，民生证券研究院

盈利端，受免税等非航空性业务占比提升，公司机场业务整体毛利率稳步提升，2022 年受全年出行限制较多毛利率显著下降。受非航空性业务占比提升拉动，2019/2020/2021 年公司整体机场业务毛利率各为 7.91%/39.09%/35.44%，自 2020 年开始有显著提升，主要系 2020 年凤凰机场营收占公司整体机场业务收入比重上升，由 2019 年的 78.2% 上升至 2020 年的 86.45%，2020 年凤凰机场的毛利率为 45.3%，高于同期整体机场业务 39.09% 的毛利率，主要因为凤凰机场收入中含有较高比例的高毛利率免税业务。2022 年公司整体机场业务毛利率

为 1.99%，主因受到全年疫情管控影响旅客吞吐量所致。

图17：2016-2022 年公司整体机场业务毛利率



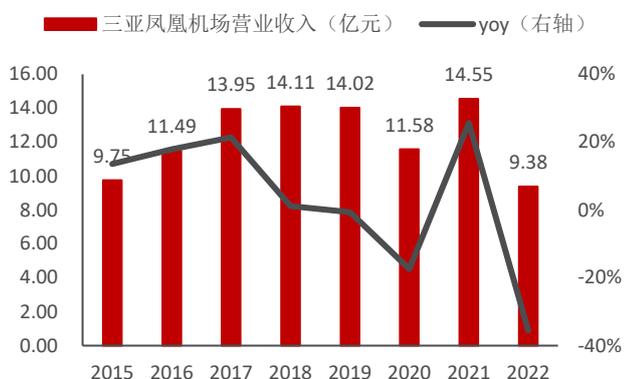
资料来源：公司年报，wind，民生证券研究院

2.1 凤凰机场：核心机场资产，客流稳步修复免税逐步拓量

三亚凤凰机场为公司核心机场，贡献公司机场业务主要营收。凤凰国际机场拥有 T1（中国国内）、T2（国际及港澳台）两座航站楼，面积共计 10.5 万平方米，其中 T1 航站楼为 2006 年 11 月投入使用，设计容量为 600 万人次；T2 航站楼为 2018 年 9 月投入使用。公司参控股、管理的机场中，凤凰机场为公司最核心的机场，2017-2020 年间凤凰机场对公司营收的贡献率均超 78%。2022 年凤凰机场实现营业收入为 9.38 亿元，机场业务营收占比达 89.83%，实现净利润 3.22 亿元。

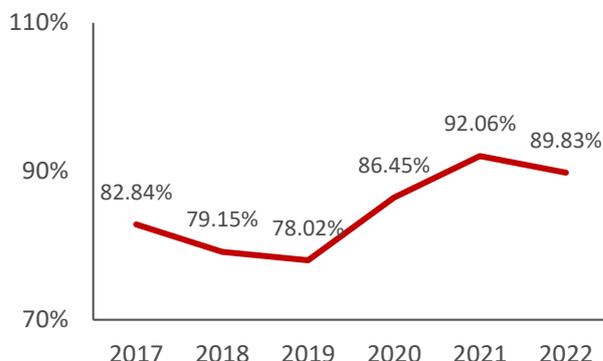
2022 年受限于全年出行限制，经营指标有所下滑，2023 年一季度迎来开门红。2022 年凤凰机场飞机起降架数/旅客吞吐量分别为 7.65 万架次/951.43 万人次，同比-34.1%/-42.8%，较 2019 年恢复 62.20%/47.18%。随着疫情防控政策优化调整，三亚航空旅游市场快速回温，2023 年第一季度，凤凰机场迎来“开门红”，累计完成航班起降 3.6 万架次，旅客吞吐量 619.5 万人次，恢复至 2019 年 100.54%。

图18: 2015-2022 年凤凰机场营业收入及增速 (亿元)



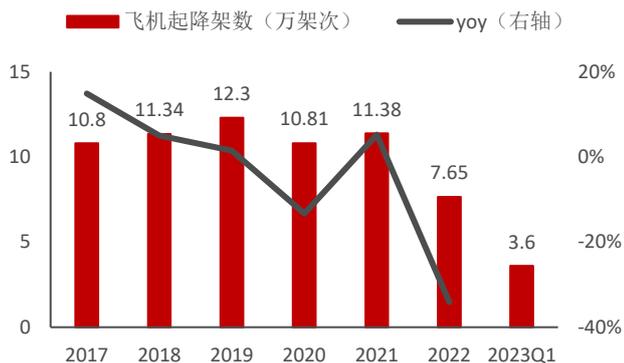
资料来源: wind, 民生证券研究院 (注: 凤凰机场收入包括航空性及免税等非航空性收入)

图19: 凤凰机场营收占公司整体机场业务收入比重



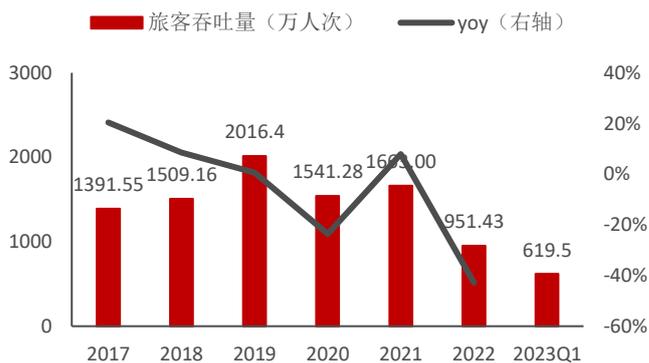
来源: wind, 民生证券研究院

图20: 凤凰机场飞机起降架数 (万架次)



来源: wind, 三亚日报, 民生证券研究院

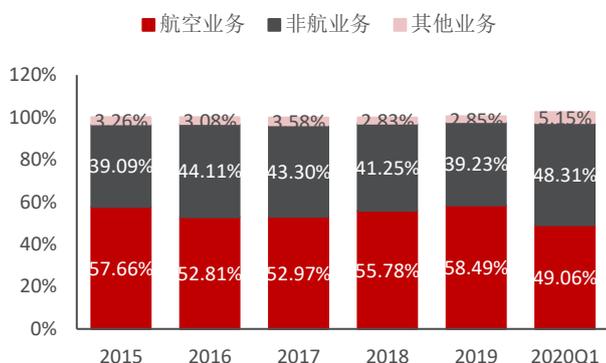
图21: 凤凰机场旅客吞吐量 (万人次)



来源: wind, 中国民用航空局, 海南日报三亚日报, 民生证券研究院

航空业务目前为凤凰机场主要收入来源，成长较为稳定，伴随凤凰机场免税店开业及扩建项目落地，有望进一步打开整体成长空间。2015-2019年，凤凰国际机场营业收入稳步增长，CAGR达9.51%，其中航空性业务营收占比稳定在50%以上。2021年凤凰机场一期免税店开业，免税业务自此成为凤凰机场重要的非航收入来源，2023年2月公司宣布已完成免税二期项目的招商和装修，经营面积约在5000平米，我们预计将于2023年开业。我们认为，二期免税项目的落地有望进一步提升机场业务中以免税为主的非航空性业务占比，打开凤凰机场成长空间。此外，伴随免税业务放量亦有助于抬升凤凰机场整体盈利能力。

图22：2015-2020年 Q1 凤凰机场收入结构



资料来源：wind，民生证券研究院

图23：2013年-2021年第一季度凤凰机场整体毛利(亿元)及毛利率(%)



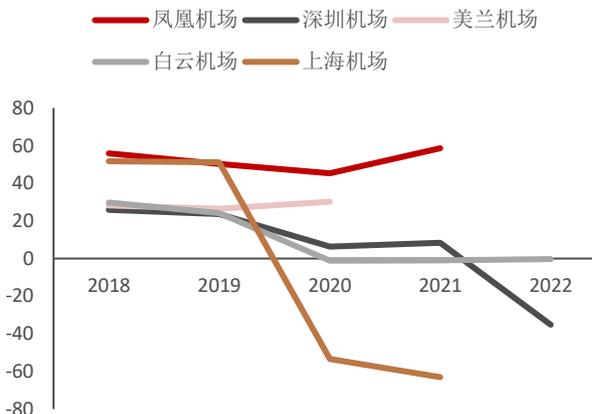
资料来源：wind，民生证券研究院

图24：可比机场营业收入情况 (亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：凤凰机场毛利率处于同行前列 (%)

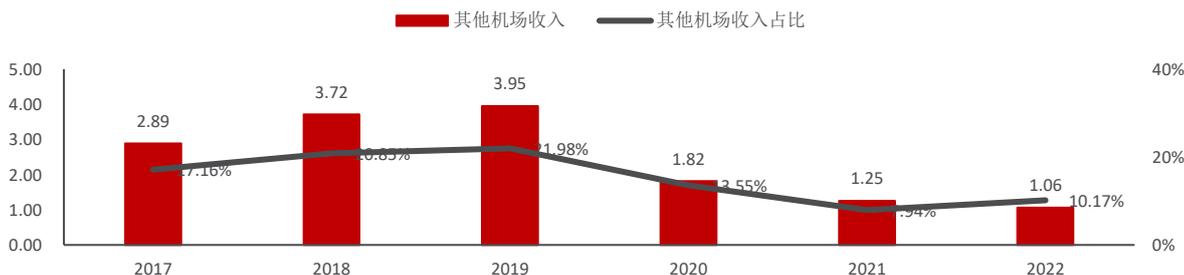


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 其他机场：积极扩建，期待逐步放量

除了凤凰国际机场，海南机场参与控股、管理的其他机场体量较小，营业收入较少。2017-2019年除凤凰机场外的其他机场收入稳定增长，受疫情冲击2020-2022年营业收入降至较低水平，收入占比均不超过15%，2022年营业收入为1.06亿元，占总机场营业收入的10.17%。

图26：除凤凰机场外海南机场参控股及管理机场的其他机场2017-2020年收入(亿元)及占比(%)



资料来源：wind，民生证券研究院

几大机场分情况来看：

琼海博鳌机场于 2016 年 3 月 17 日正式通航，2017 年 3 月，机场二期扩建工程竣工验收，距琼海市区 12 千米，距博鳌国际会议中心 15 千米，是博鳌亚洲论坛的重点配套项目。根据中国民用机场网，自博鳌机场正式运行以来，即使在疫情期间，2019-2021 年旅客吞吐量和货邮吞吐量也保持连年增加，2022 年有所下降，2022 年旅客吞吐量为 44.76 万人次，同比-36.3%，恢复至 2019 年的 80.11%；2022 年起降架次为 1.451 万架次，恢复至 2019 年的 73.07%。

安庆天柱山机场航站楼面积为 13928 平方米，设 4 部登机廊桥，民航站坪设 6 个 C 类机位，跑道长 2800 米、宽 50 米。安庆天柱山机场旅客吞吐量受疫情影响较大，2019/2020/2021/2022 年旅客吞吐量 59.29/43.15/59.65/29.11 万人次，同比 24.14%/-27.22%/38.23%/-51.2%，2022 年恢复至 2019 年的 49.10%。但是 2022 年 6 月 16 日，安庆天柱山机场改扩建工程通过行业验收，7 月 18 日，安庆天柱山机场 T2 航站楼正式启用，可满足年旅客吞吐量 130 万人次、货邮吞吐量 5500 吨、飞机起降 13402 架次的使用需求。

唐山三女河机场航站楼面积 6187 平方米，设 3 座登机廊桥；民航站坪面积 3.2 万平方米，设 8 个机位，其中 2 个 B 类机位，6 个 C 类机位；跑道长 2700 米，宽 50 米。疫情期间亦受到较大影响，2022 年旅客吞吐量 34.60 万人次，同比--12.3%；2022 年起降架次为 0.478 万架次，恢复至 2019 年的 89.55%。但唐山三女河机场正在积极扩建，2021 年 3 月 13 日，T2 航站楼建设正式启动，2023 年 4 月 4 日，唐山机场首次开通“佛山-唐山”航线。

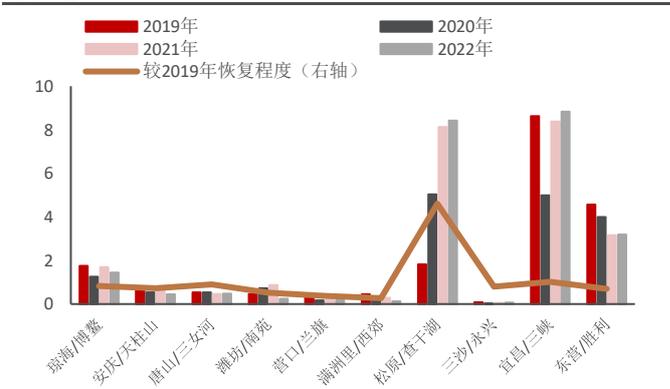
潍坊南苑机场航站楼面积 19182 平方米，设 1 座登机廊桥；民航站坪面积 3.4 万平方米，设 6 个民航机位，其中 2 个 D 类机位，4 个 C 类机位；跑道长 2600 米，宽 48 米。疫情期间旅客吞吐量保持增长，其中 2021 年实现较大增长，但 2022 年受疫情风控政策影响下滑幅度较大。2022 年旅客吞吐量为 13.47 万人次，同比-80.2%，恢复至 2019 年的 28.76%；2022 年起飞架次为 0.241 万架次，恢复至 2019 年的 52.22%。

营口兰旗机场航站楼面积 2 万平方米，其中对外开放 8088.05 平方米，设 2 部登机廊桥；民航站坪设 6 个 C 类机位；跑道长 2500 米、宽 45 米。营口兰旗机场旅客吞吐量 2021 年有所恢复，2021/2022 年旅客吞吐量为 15.15/8.50 万人次，同比 38.13%/-43.9%，2022 年恢复至 2019 年的 38.09%；2022 年起降架次为 0.163 万架次，恢复至 2019 年的 38.09%。

满洲里西郊机场航站楼面积 20700 平方米，设 3 部登机廊桥；民航站坪设 7 个机位，其中 3 个为廊桥机位；跑道长 2800 米、宽 45 米；可满足年旅客吞吐量 200 万人次的使用需求。2022 年，满洲里西郊机场共完成旅客吞吐量 90395 人次，同比下降 63.2%，完成货邮吞吐量 53.6 吨，同比下降 80.1%，飞机起降 1216 架次，同比下降 56.6%。

图27: 海南机场控股管理机场年旅客吞吐量 (单位: 万人次)


资料来源: 中国民用航空局, 中国民用机场网, 民生证券研究院

图28: 海南机场控股管理机场年起降架次 (单位: 万架次)


资料来源: 中国民用航空局, 中国民用机场网, 民生证券研究院

2.3 客流修复叠加机场扩产下, 旅客吞吐量有望再上新台阶

我们认为, 在疫情放开和凤凰机场、博鳌机场扩产持续推进的背景下, 公司机场业务有望迎来新的增长。

疫情放开后 2023 年第一季度节假日客流数据修复良好, 航班起降架次与旅客吞吐量创历史新高, 航空性业务有望迎来良好恢复, 带动免税等非航空性业务实现较快增长。2022 年 12 月疫情放开, 全国机场旅客吞吐量迅速增长, 2022 年 12 月/2023 年 1 月/2 月全国机场旅客吞吐量 3869.5/8183.9/8894.6 万人次, 同比 -30.8%/+34.0%/+37.4%, 其中 2023 年第一季度, 凤凰机场累计完成航班起降 3.6 万架次, 旅客吞吐量 619.5 万人次, 每月旅客吞吐量均超 200 万人次, 航班起降架次与旅客吞吐量创通航以来季度历史新高, 我们认为疫情政策的放开利好公司航空性业务修复, 2023 年公司航空性业务有望实现良好恢复。

凤凰机场、博鳌机场扩产进行时, 新建产能释放打开业绩上升空间。 **凤凰机场:** 2022 年 7 月对凤凰机场 T1 航站楼、T2 航站楼、贵宾航站楼、货运站内相关业务用房进行改建和扩建, 并配置相关查验设施设备。同时为有效缓解凤凰机场生产保障压力, 进一步提升机场安全运行保障水平, 凤凰机场将重点推进 T3 航站楼及配套项目, 预计 2023 年开工, T3 航站楼及配套项目建设完成后, 凤凰机场生产保障能力将全面提升, 整体保障旅客吞吐量将逐步提升至 2700-3000 万人次/年。 **博鳌机场:** 博鳌机场 2015 年开始建设首期工程, 2016 年 3 月建设二期工程, 整个一、二期工程包含一个国内航站楼和一个国际航站楼, 两个航站楼的年吞吐量为 48 万人次左右。博鳌机场三期扩建工程于 2022 年年底动工, 第三期工程主要包括一个 3.5 万平方米的国内航站楼和一个 1 万平方米的国际航站楼, 预计保障旅客流量为 500 万人次/年。此外, 还将新增廊桥停机位 7 个, 新建近机位站坪 10 万平方米, 新增站前停车场、航站楼高架桥以及其他配套基础设施。

3 免税业务：参股经营+场地租赁，构建公司重要成长点

免税业务为公司核心业务，亦是公司未来主要成长点，主要由子公司海岛商业负责。公司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。公司采用参股投资形式的免税业务包括：海口美兰机场免税店 49% 股权（离岛免税）、凤凰机场免税店 49% 股权（离岛免税）、海南海航中免 50% 股权（口岸免税）；采用自持物业提供场地租赁形式的免税业务包括：中免海口日月广场免税店、海控全球精品（海口）免税城、凤凰机场提货点、海口日月广场返岛提货点、博鳌机场提货点。其中除凤凰免税相关收入计入机场业务口径外，其余免税收入均计入公司免税及商业业务口径。

公司免税经营面积约占全岛免税面积 14%。2022 年公司海控全球精品（海口）免税城新增租赁面积 0.46 万平方米，凤凰机场免税店新增租赁面积 0.1 万平方米。截至 2022 年底，公司整体离岛免税租赁面积 7.19 万平方米，其包含自持物业提供场地租赁面积 5.40 万平方米、参股投资公司租赁面积 1.79 万平方米，海南整体离岛免税经营面积约 50 万平方米，公司免税经营面积占比约 14%。

表2：公司免税业务一览

	免税店/提货点	持股比例	免税面积 (m ²)	2022 年贡献租金收入/投资收益	说明
参股经营	海口美兰机场免税店 (T1、T2)	49%	T1 航站楼: 8631 T2 航站楼: 9313	4500 万元	T1、T2 免税店合计经营面积为 17944 m ²
	中免凤凰机场免税店	49%	一期 800、三期免税店 1800 平米	700 万元	未来拟开设二期法式花园 5000 平米
	海南海航中免	50%	-	-	海南海航中免拥有海口美兰国际机场、凤凰国际机场 2 家机场口岸免税店和 7 家机上免税店，覆盖国际航线 67 条，目前口岸免税店有序推进，机上免税方面复航的国际航线已恢复相关业务
自持物业免税店租赁	中免海口日月广场免税店	-	19505	3697 万元	经营国家批准的 45 类免税商品，涵盖 400 余个国际知名高端品牌
	海控全球精品免税城	-	27350	5403 万元	规划免税店经营面积 37500 m ²
自持物业提货点租赁	中免凤凰机场免税店	-	-	-	-
	凤凰机场提货点	-	-	6300 万元	-
	琼海博鳌机场提货点	-	-	-	-
	海口日月广场返岛提货点	-	-	-	-

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

3.1 凤凰机场免税店：二期免税及 T3 航站楼扩建打开免税成长空间

中免凤凰机场免税店于 2020 年 12 月 30 日开业，通过场地租赁及参股方式贡献利润。公司旗下子公司凤凰机场通过参股凤凰机场免税店股权（49%）并为其提供相关场地租赁业务获取收入及投资受益。

1) **租赁收入**：目前中免凤凰机场免税店已开设一期、三期，经营面积分别为 800、1000 平方米，中免凤凰机场免税店在经营过程中每年需要向公司缴纳一定的特许经营费以及对应提货点租金；

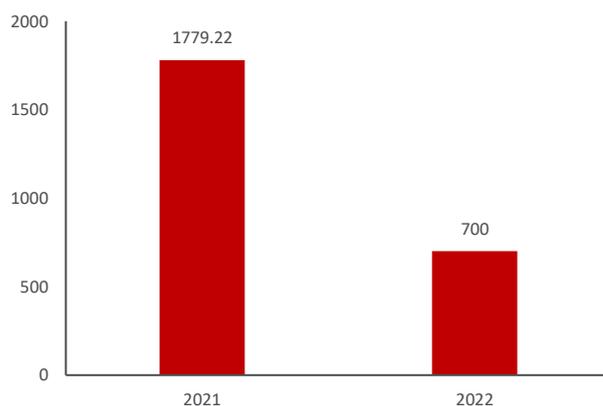
2) **投资收益**：公司通过旗下凤凰机场参股中免凤凰免税店获取对应投资收益。在报表口径中，中免凤凰机场免税店对应的收入及投资收益未纳入免税及商业业务一类，合并在公司机场业务列。

图29：2021-2022 年中免凤凰免税店租金收入（单位：万元）



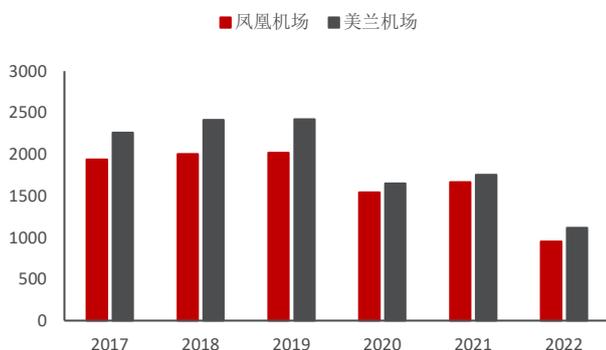
资料来源：wind，民生证券研究院

图30：2021-2022 年中免凤凰免税店投资收益（单位：万元）

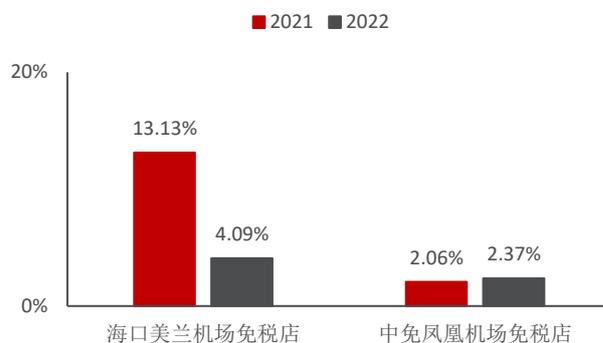


资料来源：wind，民生证券研究院

受面积限制规模效应未充分发挥，当前中免凤凰免税店规模体量及利润率较低。对比同在海南的海口美兰机场，凤凰机场和海口美兰机场旅客吞吐量相近，但从免税业务端来看，凤凰机场免税店和美兰机场免税店净利率差距较大，对比疫情管控较为宽松的 2021 年，凤凰机场免税店净利率为 2.06%，美兰机场免税店净利率为 13.13%；对比两者经营面积来看，美兰机场免税店 T1 和 T2 航站楼面积合计达 1.79 万平米，凤凰机场免税店面积仅为 800 平米（不考虑 2022 年年底开业的三期项目），我们认为净利率差距主要和凤凰机场免税店面积较小导致容纳品类有限、游客进店时间较低从而未具备规模效应有关。

图31：凤凰机场&美兰机场旅客吞吐量（单位：万人）


资料来源：wind，民生证券研究院

图32：2021-2022 年凤凰机场免税店&海口美兰机场免税店净利率


资料来源：wind，民生证券研究院

表3：凤凰机场 T1 航站楼免税规划

期数	位置	规划面积	开业时间
一期	凤凰机场 T1 航站楼 206-208 登机口	800 平方	2020 年 12 月
二期	凤凰机场 T1 航站楼	5000 平方	2023 年
三期	凤凰机场 T1 航站楼	1000 平方	2022 年 12 月

资料来源：同花顺，海南日报，观点网，民生证券研究院整理

二期免税项目及 T3 航站楼扩建完毕后有望进一步打开凤凰机场免税成长空间。中免凤凰机场免税店是凤凰机场航站楼免税店经营主体，规划免税店经营面积约 6800 m²，其中一期已开业经营面积约 800 m²，2022 年年底 12 月开设三期免税店 1000 m²，未来拟新增开业二期法式花园免税综合体约 5000 m²。我们认为，随着二期免税项目开业，凤凰机场免税经营面积将得到有效提升，规模效应有望进一步增强进而增厚凤凰机场免税业务相关的投资收益及租金收入。

目前，凤凰机场免税店已完成免税二期项目的相关权证办理、招商和装修，正在推进免税品经营资质审批等工作，我们预计将于 2023 年实现开业运营。此外，公司亦在推进 T3 航站楼建设，预计于 2023 年动工，长期来看，T3 航站楼落地后有望进一步增加免税经营面积，增厚凤凰机场免税收入，进而提升公司免税业绩。

根据我们的弹性测算假设：1) 假设 2025 年 T3 航站楼建设完毕投入运营后凤凰机场旅客吞吐量达到 2700 万人次；2) 客单价为 2800 元；3) 参考美兰机场转化率情况，我们假设转化率为 10%；4) 参考美兰机场扣点率情况，我们假设凤凰机场收取的扣点率为 15%，税率为 15%；则 2025 年凤凰机场免税店收入预计为 37.80 亿元，预计贡献投资收益 1.85 亿元，贡献租金收入 5.67 亿元。

表4：2025 年凤凰机场免税店收入弹性测算及贡献业绩情况测算

机场吞吐量 (万人)	客单价 (元)	转化率						
		7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
2700	2500	23.6	27.0	30.4	33.8	37.1	40.5	43.9
	2600	24.6	28.1	31.6	35.1	38.6	42.1	45.6
	2700	25.5	29.2	32.8	36.5	40.1	43.7	47.4
	2800	26.5	30.2	34.0	37.8	41.6	45.4	49.1
	2900	27.4	31.3	35.2	39.2	43.1	47.0	50.9
	3000	28.4	32.4	36.5	40.5	44.6	48.6	52.7
3000	2500	26.3	30.0	33.8	37.5	41.3	45.0	48.8
	2600	27.3	31.2	35.1	39.0	42.9	46.8	50.7
	2700	28.4	32.4	36.5	40.5	44.6	48.6	52.7
	2800	29.4	33.6	37.8	42.0	46.2	50.4	54.6
	2900	30.5	34.8	39.2	43.5	47.9	52.2	56.6
	3000	31.5	36.0	40.5	45.0	49.5	54.0	58.5
2025 年经营假设条件：2700 万吞吐量，10%转化率，客单价为 2800 元，扣点率为 15%，税率为 15%								
租金测算	收入	利润率	利润	投资收益	租金收入	租金利润		
	37.80	10%	3.78	1.85	5.67	4.82		

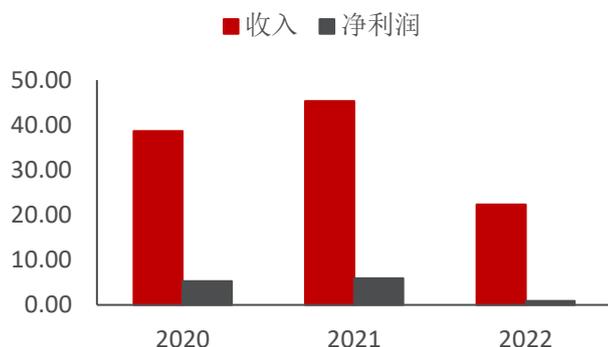
资料来源：民生证券研究院测算

3.2 美兰机场免税店：投资收益贡献公司主要利润，T2 航站楼扩建打开成长空间

参股美兰机场免税店，投资收益贡献公司主要利润。海口美兰机场免税店于 2011 年 12 月 21 日投入运营，目前包括海口美兰机场 T1、T2 航站楼免税店，位于海口美兰机场候机楼隔离区内，共设东街、中街、西街，由海南机场和中国中免合资运营，其中海南机场通过子公司海岛商业参股 49%。免税店主要采取线上、线下两种经营模式，经营国家批准的 45 类免税商品，涵盖 300 余个国际知名高端品牌。

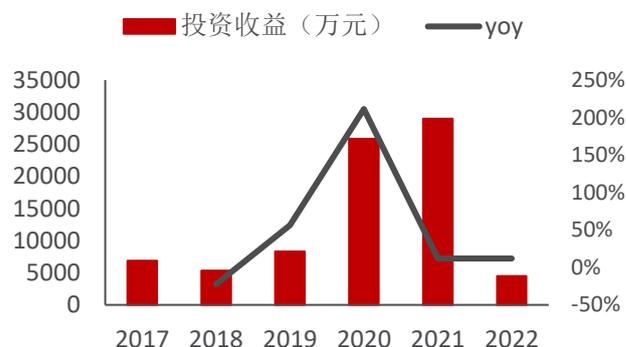
从经营表现来看，2020/2021/2022 年海口美兰机场免税店实现收入 38.66/45.30/22.32 亿元，受益于较低的扣点率，公司净利率为 13.65%/13.13%/4.09%，贡献公司投资收益 2.59/2.90/0.45 亿元，考虑到 2022 年有土地出让金冲回，我们选取 2021 年，该部分投资收益占利润总额比例为 34.94%，贡献公司主要利润来源。

图33: 2020-2022 年海口美兰机场免税店财务表现



资料来源: wind, 民生证券研究院

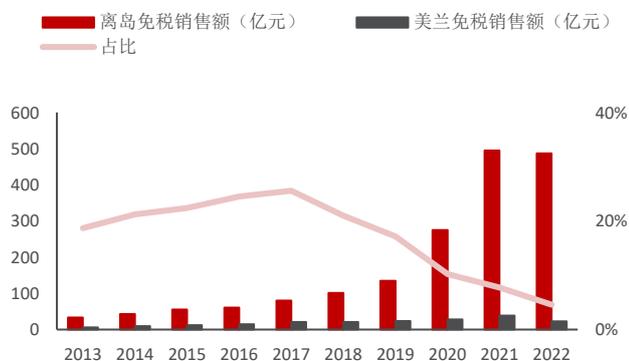
图34: 2017-2021 年美兰机场投资收益



资料来源: wind, 民生证券研究院

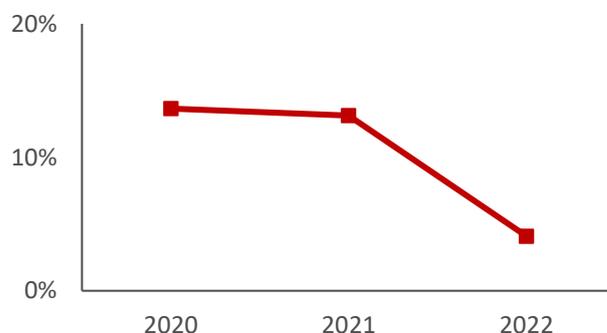
海南离岛免税竞争加剧及疫情冲击下，公司市场份额及净利率有所下滑。随着海南离岛免税逐步放开经营主体，三亚海旅国际免税城、海免日月广场免税店、以及海空全球精品免税城的陆续开业下，公司市场份额受到冲击，近年来有所下滑，2022 年市场份额为 4.58%，同比 2017 年最高点下滑 21pcts；此外受疫情影响海南客流下滑亦对公司经营能力有所冲击，2022 年净利率下滑 9.03pcts 至 4.09%；从购物人次及转化率来看，美兰机场自 2017 年以来购物人数增长及转化率提升有所放缓。

图35: 海口美兰机场免税店市场份额变化



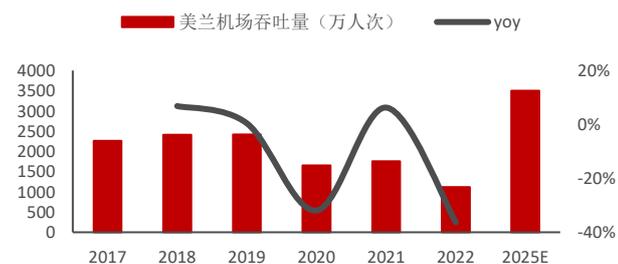
资料来源: wind, 海关海口, 民生证券研究院

图36: 海口美兰机场免税店净利率变化情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图37: 海口美兰机场旅客吞吐量 (单位: 万人次)



资料来源: 美兰空港年报, 海南省人民政府网, 民生证券研究院

图38: 海口美兰机场免税店购物人次及转化率



资料来源: 美兰空港年报, 民生证券研究院

T2 航站楼投产，旅客吞吐量及免税面积扩容将有效提升免税收入。海口美兰

机场 T1 航站楼免税店于 2011 年设立，经营面积达 8631 m²，2021 年 12 月海口美兰机场 T2 航站楼建设并投入运营，预计完成后可满足年旅客吞吐量 3500 万人次，且新增免税面积 9313 平方米，T1、T2 免税店合计经营面积为 17944 m²。我们认为此次航站楼的扩建及新增免税经营面积将有效提升海口美兰机场免税店的投资收益。此前受限于运力，2019 年美兰机场年吞吐量最高为 2421.66 万人次，一定程度上制约了免税购物人次增长。

本次 T2 航站楼扩建完毕以后，预计到 2025 年旅客吞吐人次可达 3500 万人次，且新增免税面积亦可将新增客流进行有效转化，海口美兰机场免税店贡献的投资收益有望进一步提升。

表5：美兰机场航站楼及免税店设立情况

航站楼设立时间	旅客吞吐量	免税店设立时间	免税店面积 (m ²)	位置	品类
T1 航站楼	1999 年 5 月	2011 年 12 月	8631	海口美兰国际机场 T1 候机楼隔离区内	采取线上、线下两种经营模式，经营国家批准的 45 类免税商品，涵盖 300 余个国际知名高端品牌。
	预计到 2025 年可满足年旅客吞吐量 3500 万人次				
T2 航站楼	2021 年 12 月	2021 年 12 月	9313	海口美兰国际机场 T2 航站楼隔离区内第三层	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

根据我们的假设，假设 2025 年随着 T2 航站楼逐步达产，美兰机场整体旅客吞吐量达到 3500 万人次，随着 T2 航站楼新开设的免税店以及品牌矩阵的丰富，转化率稳步提升至 18%，客单价提升至 3600 元，我们预计在 14.2% 的净利率假设下 2025 年美兰机场免税店有望贡献 7.89 亿元投资收益。

表6：海口美兰机场投资收益测算

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
旅客吞吐量 (万人次)	2422	1649	1752	1116	2121	2969	3500
yoy		-31.92%	6.25%	-36.29%	90%	40%	18%
转化率	10.46%	12%	14%	15%	16%	17%	18%
购物人次 (万人次)	126.7	98.9	122.6	83.7	169.7	252.4	315.0
客单价 (元)	1824.03	2845.93	3117.11	3000	3200	3400	3600
线下销售额 (亿元)	23.11	28.16	38.23	-	54.29	85.81	113.40
净利率	-	13.65%	13.13%	-	13.50%	14%	14.20%
净利润	-	3.84	5.02	0.00	7.33	12.01	16.10
投资收益 (亿元)	-	1.88	2.46	0.00	3.59	5.89	7.89

资料来源：美兰空港年报，海南机场年报，民生证券研究院预测

3.3 海口日月广场：卡位核心商圈，调整租金协议有望持续增厚业绩

公司旗下优质物业海口日月广场卡位核心商圈，为海控全球精品免税城及中免提供免税运营场地收取租金。公司旗下大型商业综合体海口日月广场地处海南省会海口市 CBD 省府景观中轴线核心位置，总建筑面积 48 万平方米，商业面积 25 万平方米，是海南省现有体量最大的集商业、商务、文化、旅游为一体的一站式城市商业综合体。海口日月广场为中免海口日月广场免税店和 GDF 海控全球精品免税城 2 家离岛免税店提供经营场地并收取租金。

表7：中免日月广场免税店及海控全球精品免税城概况

免税店	面积	经营品类
中免日月广场免税店	19505 m ²	采取线上、线下两种经营模式，经营国家批准的 45 类免税商品，涵盖 600 余个国际知名高端品牌。
海控全球精品免税城	规划 37500 m ²	采取线上、线下两种经营模式，经营国家批准的 45 类免税商品，涵盖近 300 个国际知名高端品牌。

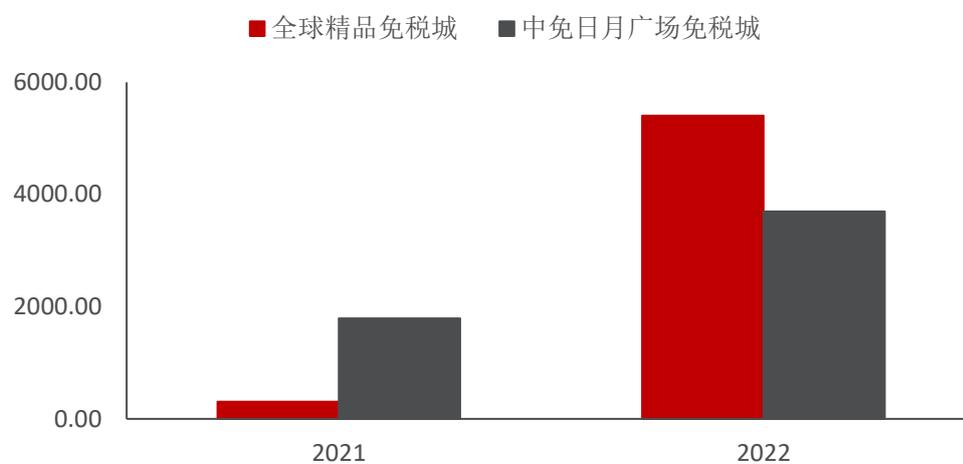
资料来源：公司公告，民生证券研究院

贴合市场变化，下调全球精品免税店租金扣点率。2022 年 12 月 17 日，公司披露公告，控股子公司海南海岛商业（公司免税及商业业务主要经营主体）与全球精品（海口）免税城签署对日月广场门店租赁合同进行调整的补充协议，在保持年度保底租金 4800 万不变的基础上，将月营业额提成比例从 8% 变更为 3%，涉及品类为除苹果等 3C 数码产品外的其他品类。

上调中免日月广场租金扣点率至 3%，有望进一步增厚公司利润。2023 年 3 月 22 日，公司发布公告，控股子公司海岛商业于 2023 年 3 月 20 日与海免签订租赁合同：2021 年 11 月 1 日至 2022 年 4 月 30 日期间的月租金单价为 60 元/m²，2022 年 5 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日的月营业收入提成率为 3%，2023 年度保底租金为 7,500 万元，2024 年至 2025 年保底营业收入由双方另行商议确定。我们认为，将固定租金调整为浮动租金且与中免日月广场免税店销售额挂钩将有效增厚公司该部分租金水平，将对未来年度经营业绩产生积极影响。

2022 年，伴随全球精品免税城运营能力逐步成熟以及新增免税租赁面积 0.46 万平米，全球精品免税城部分租金显著提升至 5402.78 万元，中免日月广场免税店在 2022 年 5 月调整租金标准后，租金贡献同比提升 106.21% 至 3697.22 万元。

图39：2021-2022 年海控全球精品免税城及中免日月广场免税店租金（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 地产及物业：去化传统地产业务，转型开拓临空产业

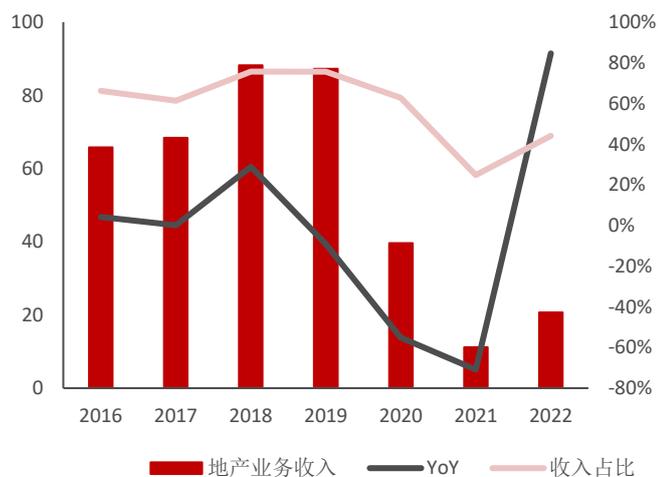
4.1 地产业务：紧抓自贸港政策红利，着眼海南核心地产

4.1.1 存量地产梳理复工，股权转让冲回归母利润 20 亿

公司推进“去地产化”，实行资产结构优化。2017年12月，公司注册登记由“海南海航基础设施投资集团股份有限公司”变更为“海航基础设施投资集团股份有限公司”，布局“去地产化”，推进传统房地产结构调整，以应对房地产市场调控、发展长住房市场要求。公司战略由土地获取、地产开发建设转型至相关产业链运营维护、临空产业园区开发、住宅商业出租物管服务。

新增开工面积逐年减少，2022年地产收入主要来源于存量房产销售。2016-2020年，公司房地产业务为营业收入主要来源，占比超过60%。2021年，受疫情形势和公司破产重整压力，房地产收入同比减少70.88%，收入占比下滑至24.82%。2022年，随着疫情影响减弱、政策释放宽松信号，地产市场略有回升，收入达20.73亿元，主要来源于存量地产销售。自2017年开始，公司新增开工面积逐年减少，2022年缩减至0。受疫情波动影响，2020、2021和2022年完工面积分别为11.89、1.37、12.32万平方米，截至2022年，公司拥有待在建及储备项目23个，面积超6000亩。未来公司目标主要为推进项目复工，包括海南中心等地块，积极销售库存地产，推动大英山区域开发建设，管理运营投资性地产项目。

图40：地产业务收入（亿元）、增速及收入占比（%）



资料来源：iFind，民生证券研究院整理

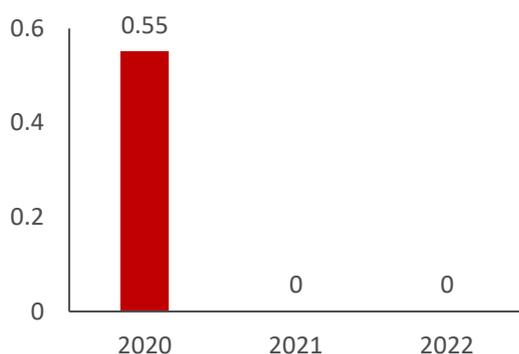
图41：地产收入毛利率



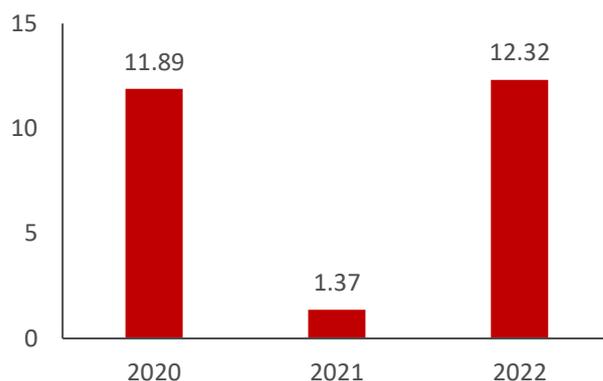
资料来源：iFind，民生证券研究院整理

逐步聚拢临空产业，挖掘商业及产业链配套，发挥协同作用。目前公司积极推动资产结构优化，依托海南自由贸易区（港）发展建设和自身机场资源，完善临空产业综合服务，协助核心机场业务运营。临空业务主要包括临空园区开发建

设和出租管理，此外为丰富临空产业结构，临空亦逐步拓展到全国一二线城市，范围涵盖天津、上海、武汉等多个省市，且覆盖航空基地，配套写字楼、商铺、公寓、仓储、酒店等。目前临空业务重点项目包含武汉临空产业园、宜昌临空产业园。未来公司将巩固并拓展临空建设，积极规划落地美兰临空产业园和天津临空产业园，开发配套临空产业平台，推进上下游航食、货运产业链完善，依照“港产城”模式发展。

图42: 新增开工面积 (单位: 万平方米)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

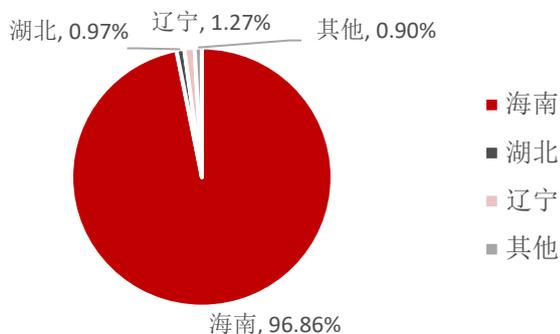
图43: 完工面积 (单位: 万平方米)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

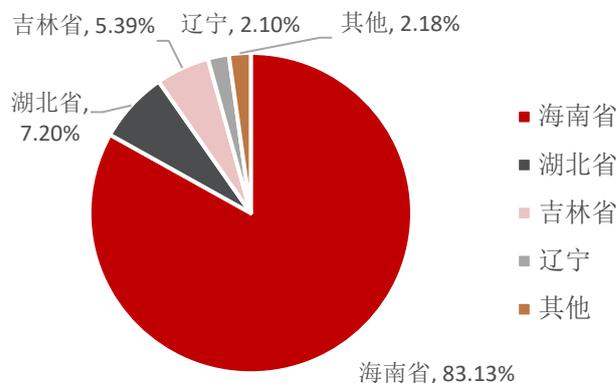
转让金海湾投资开发有限公司股权，土地出让金及相关费用冲回后产生收益 20 亿元。出于地产结构调整、资产负债率高、南海明珠岛投资回报效益考虑，于 2019 年底董事会和 2020 年临时股东大会，审议通过公司转让海南金海湾投资开发有限公司 100% 股权，转让价格为 101.32 亿，回款金额将用于公司自身经营。2019 年 9 月 27 日，公司收到政府《关于缴纳南海明珠岛二期土地出让金及相关税款的函》，南海明珠岛应补缴土地出让金、契税及印花税，合计 6.25 亿元。根据股权转让协议，此费用由公司承担。在确认南海明珠岛二期项目收益时，因政府未完成评估，公司谨慎估测潜在土地出让金 24.48 亿元和税费 1.82 亿元，并在往年利润表中扣除。据 2022 年度报告，本期土地出让金及税费实际冲回后，产生收益 20 亿元。

4.1.2 核心资产扎根海南，自贸港优势助力保值

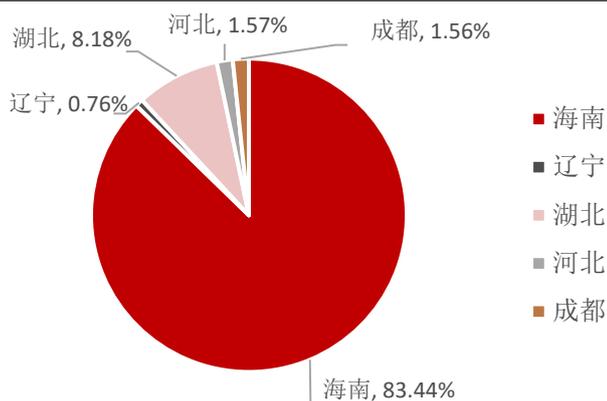
公司地产资产集聚海南省，覆盖海口、三亚等重点城市，辐射多个办公、商业区域。2022 年，96.86% 的地产出租租金、83.13% 的地产出租面积来自海南。2022 年海南可出售面积占全公司 83.44%，其中海口占全省 94.53%。资产类别涵盖综合体、写字楼、住宅、商业、酒店等，满足各类地产需求。

图44: 2022 地产租金收入区域构成


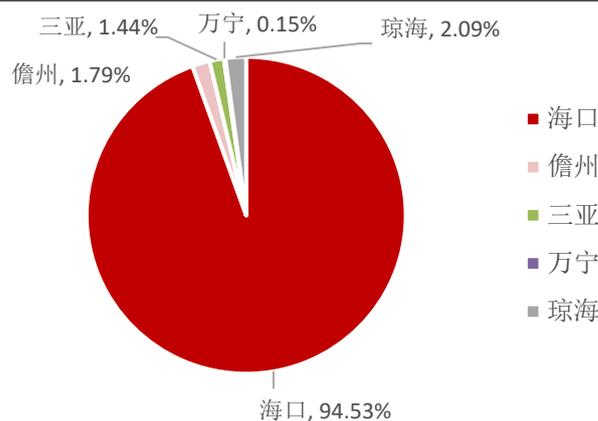
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

图45: 2022 出租地产面积区域构成


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

图46: 2022 地产可出售面积区域构成


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

图47: 2022 海南地产可售面积区域构成


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

表8: 2022 海口重点地产项目

项目	经营业态	可供出售面积 (平方米)
法苑里	商业	2,580
海口海航城一期	写字楼	5,988
豪庭南苑二区	写字楼	138,924
海控国际广场	写字楼	11,413
豪庭北苑商业街 (A13)	住宅	4,297
海口海南大厦	住宅	51,257
互联网金融大厦	住宅\商业	96,742
洲际大厦	综合体	85,519
豪庭北苑一区	综合体	22,595

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

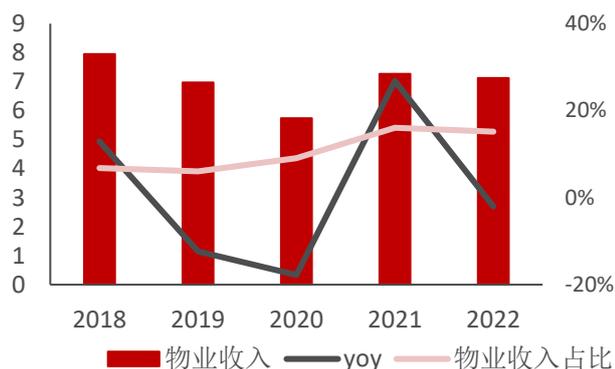
秉持海南自由贸易港优势, 资产核心竞争力强。 依照《海南自由贸易港建设总体方案》, 海南自由贸易港将加快落地, 目标于 2025 年前实现全岛封关运作。海南省新出台政策框架涵盖离岛免税新政策、加工增值免关税。海南全面注册制改革, 对于鼓励类企业征缴 15% 公司所得税率; 对于高端人才、紧缺人才引进征

缴最高 15% 个人所得税率。自贸港设立及配套商业打造、鼓励企业入驻、人才流入可引入资金、加强信息渠道。因此公司主要资产位于海南，有利于促进海南商住地产销售，带动疫情后海南旅游业反弹加强，提高酒店公寓、办公写字楼、商业及综合体租金收入。

4.2 物业业务：强化物管服务口碑，发掘未来盈利潜能

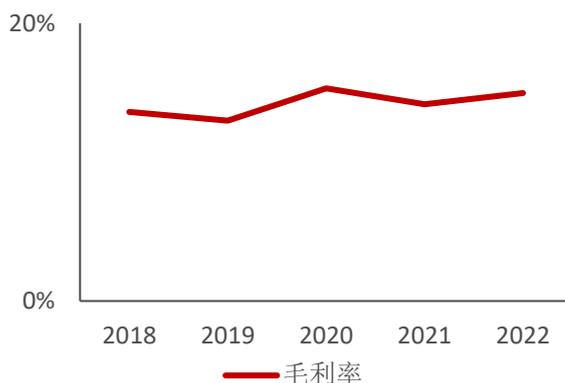
物业经营业绩稳步发展，服务品质强化，品牌效益提升。2022 年物业营收为 7.13 亿元，同比下滑 1.99%，营收占比未 15.16%，毛利率达到 14.98%，较为稳定。当前公司物业在管项目共计 163 个，管理面积近 1600 万²，涵盖航空机场产业园、政府企事业单位、住宅商业写字楼、餐饮、公共服务等业态。2022 年公司物管荣获“2022 中国物业服务百强企业”第 30 位，目标打造高效便利的物业管理服务、设立系统化管理体制，强化品牌效应，提高市场占有率。

图48: 物业业务收入 (亿元)、增速及收入占比 (%)



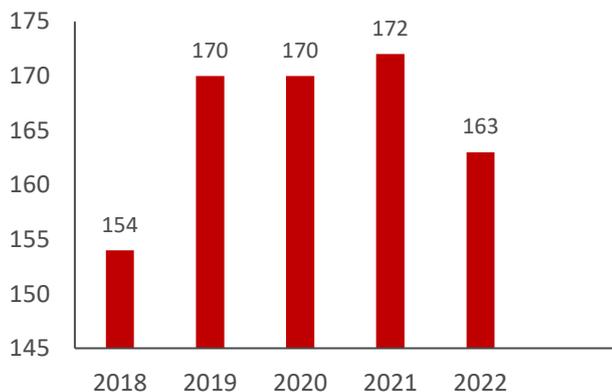
资料来源: iFind, 民生证券研究院整理

图49: 物业收入毛利率



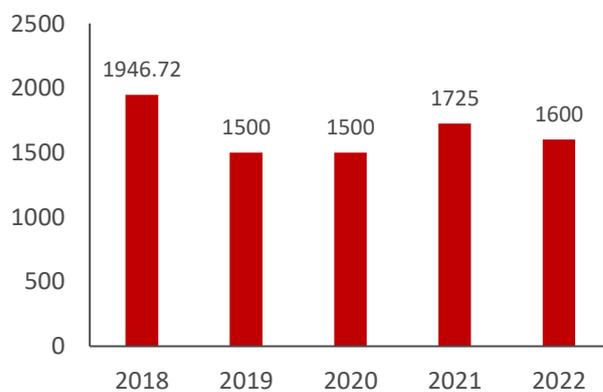
资料来源: iFind, 民生证券研究院整理

图50: 物业在管项目数量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

图51: 物业在管项目面积 (单位: 万平方米)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

依托海南自贸区发展，预计未来物业营收有所保障。当前物业在管项目数量

相对稳定，3-5年内公司实行“去地产化”，资产结构重调，未来业务重点将从传统地产转移至临空产业。临空产业园及配套商住设施利好公司物业收入。市场多数物业，其增值业务占比不高，公司有望通过改善物业服务，寻找费用提价空间，挖掘增值服务价值。此外，物业管理业务可享受自贸港政策红利，且商业物业收费标准高于住宅水平，公司商业、写字楼、综合体等有望获取相对较高毛利率，扩大公司物业管理项目规模，为业绩增长提供驱动力。

5 自贸港政策有望多维度赋能海南机场发展

5.1 海南自贸港政策出台，旅游交通及税务优化为两大重点

《海南自贸港总体建设方案》颁布，为自贸港发展指明未来发展方向。2020年6月，《海南自贸港总体建设方案》正式出台，涵盖包括贸易、投资、跨境资金流动、人才引进、现代产业发展、税收和监管风控等方面。其符合海南定位、突出改革创新，目标是于2025年初步建设以贸易自由、投资自由为重的制度体系，且于2035年将其制度运作成熟化，实现多方面自由便利，最终于世纪中全面建设高水平自由贸易港。政策聚焦贸易与投资自由化，保障各类生产要素与人才跨境安全便捷流动，完善包括旅游交通等在内的现代化产业，配以特殊税收安排与法治风控体系。

旅游交通和税收为海南自贸港建设的重要支撑部分。方案要求大力发展旅游业等现代产业，增大竞争力，以夯实实体经济基础。一方面要打造国际性的旅游消费中心，保障生态、绿色发展，加强旅游与文化教育、健康养老的融合，培养特色旅游产业园。另一方面则发展旅游交通，加快三亚国际邮轮母港建设，吸引国际邮轮注册，同时设立游艇产业试点区，增加航运发展。税收方面，《海南自贸港总体建设方案》提出特殊税收政策，力求适应未来高水平自贸港发展。全岛封关运作后，税务制度简化，特定商品可免征关税；合规企业与个人享受所得税优惠；强化税务风险识别，监管防范“避税天堂”。

表9：《海南自由贸易港建设总体方案》要点梳理

制度体系	主要内容
贸易	全岛封关运作 货物贸易：“零关税”，施行一线放开、二线管住、岛内自由的举措。 服务贸易：“既准入又准营”，配套负面清单、资金支付与转移制度。
投资	市场准入承诺即入制度，“非禁则入”。 投资自由，过程监管为重。 完善产权保护，健全公平竞争，打造公开、透明、可预期的投资环境。
跨境资金	推动跨境资金流动自由化、便利化，分阶段开放资本项目。 构建多功能自由贸易账户体系、推动结算便利化。 扩大金融业对内对外开放、金融改革创新。
人才引进	打造人才集聚高地，高端人才可享受更开放引入和停居留政策。 优化便利出入境管理政策； 健全人才服务管理，保障权益。
现代产业	大力发展旅游业、现代服务业、高新技术产业，巩固实体经济基础。 旅游业：生态优先、绿色发展，打造国际旅游消费中心。推动旅游与文化体育、健康医疗、养老养生等深度融合，支持建设文化旅游产业园，发展特色产业集群。支持建设邮轮旅游试验区，设立游艇产业改革发展创新试验区。
税收	零关税：封关运作、简并税制，进口征税商品目录外、自贸港允许进口的商品免征进口税。 低税率：实行企业所得税优惠和个人所得税优惠。 简税制：改革税种，降低间接税比例，优化税制要素、降低税负水平、确保收入归属清晰、财政收支大体均衡。

监管风控

强法治：管理部门制定简明易行标准，强化风险识别，防范“避税天堂”。强化企业及个人信用管理
分阶段：分步骤实施税收安排，最终打造有国际竞争力的税务制度。

数据安全：数据安全流动为前提，扩大通信资源和基础电信业务开放，建设国际互联网数据交互试点。

法治建设：海南自由贸易港法为基础，地方性法规和商事纠纷解决机制为重要组成。

社会治理：政府机构改革与职能转变，治理能力现代化、信息化，共建共治共享；创新生态文明体制

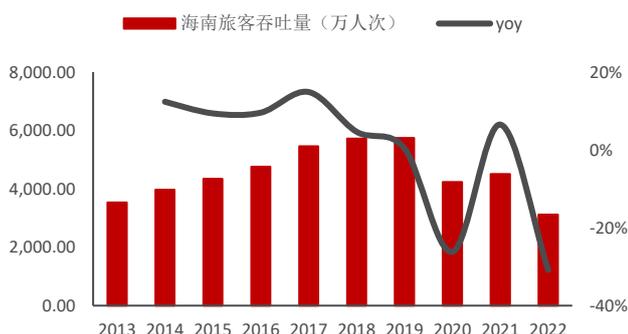
风险防控：制定针对性措施防范化解贸易、投资、金融、数据流动、生态和公共卫生等领域重大风险。

资料来源：政府网站，民生证券研究院整理

5.2 人员及贸易自由往来下打开机场业务成长空间

自贸港建成后人员、货物自由往来有望极大推动海南客流及货运提升。海南自贸港建设总体方案中提到，到 2035 年，自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟，以自由、公平、法治、高水平过程监管为特征的贸易投资规则基本构建，实现贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利和数据安全有序流动。我们认为在极大的人员及货物运输自由往来下，海南客流、货运有望极大程度得到提升。

图52：2013-2022 年海南旅客吞吐量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图53：2013-2022 年海南货运吞吐量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

根据海南“十四五”交通运输规划，未来海南将持续强化航空、航运以及综

合交通枢纽建设，以满足客流货运承载量。1) 航空枢纽建设：加快推进三亚新机场项目前期工作，力争“十四五”期间开工建设；深度挖潜凤凰机场运行保障能力；推动海口美兰机场三期扩建；加快儋州机场建设前期工作，引入市场主体推进东方货运机场建设，实施琼海博鳌机场改扩建工程；完善机场集疏运体系，以海口美兰机场为中心，打造全省综合交通核心枢纽，连接高速公路、高速铁路和城市轨道交通等。2) 航运枢纽建设：形成以洋浦港为国际集装箱枢纽港，海口港为全国主要港口，三亚港、八所港、文昌港、三沙港为地区性重要港口，琼海港、陵水港、万宁港、临高港、乐东港、儋州港、昌江港为一般港口的港口分工格局。3) 综合交通枢纽建设：构建以海口、三亚全国性综合枢纽为主，洋浦、文昌、琼海、东方、琼中、三沙等为基础的综合交通枢纽框架；建设海口、三亚、洋浦等国家物流枢纽。

表10：海南十四五交通规划与目标

类别	指标名称	单位	现状值 (2020 年)	规划值 (2025 年预期)
综合指标	全省交通基础设施建设投资	亿元	1200	2,200
	全省运输机场总容量	万人	5630	6,200
枢纽能级	沿海港口万吨级以上泊位	个	78	80
	全省港口综合通过能力	亿吨	2.6	4
通道联通	民航通航城市数量（其中国际（地区）城市）	个	176 (62)	210 (80)
	集装箱班轮航线数量（其中国际集装箱班轮航线）	条	45 (11)	80 (30)
网络质量	公路通车里程	公里	40163	42,000
	高速公路里程	公里	1254	1,500
	普通国省干线公路二级及以上公路比例	%	64.7	80
服务功能	航班正常率	%	0.84	0.85
	民航旅客吞吐量	万人次	4501	6000
	航空货邮吞吐量	万吨	21.53	40
	沿海港口集装箱吞吐量	万 TEU	299.79	750
智慧绿色	公共交通领域新增和更换车辆使用清洁能源比例	%	-	100

资料来源：《海南省“十四五”综合交通运输规划》，民生证券研究院整理

此外，民航局亦制定开放第七航权方案，促进海南岛航空枢纽建设，为海南岛发展旅游业、现代服务业提供运输保障。2020 年 6 月，民航局就在海南自由贸易港“试点开放第七航权”制定了《海南自由贸易港试点开放第七航权实施方案》，目标 2025 年前形成早期收获，2035 年前全面实现五个“自由便利”，要求到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。第七航权是指完全第三国运输权，其含义为某国的航空公司完全在其本国领土以外经营独立的航线，在境外两国间承运客货的权利。

我们认为作为核心业务为机场的基础设施运营商有望深度受益于海南自贸港建设完毕后客流、货运大幅提升，且伴随凤凰机场 T3 航站楼的投入，未来旅客吞吐量有望继续上一台阶承接增长的客流。

5.2 离岛免税持续扩容，坐拥优质物业享离岛免税红利

免税政策持续放松，离岛免税持续扩容。海南免税政策施行 11 年来，免税额度提高，商品种类日渐丰富，准售对象范围加大，提货方式优化。2011 年 4 月，为贯彻建设海南国际旅游岛战略，推动经济发展，国家首次出台海南离岛免税政策，每人每年限额 5000 元。后历经多次放宽，至 2020 年 7 月，每人每年最多可购 10 万元，品种丰富至 45 类，离岛途径囊括航、空、火车、轮船。2023 年 4 月，免税购物可享受担保即提、即购即提，分别可满足游客即使消费需求、减少商品受损风险，提升购物便捷度。自 2020 年政策大幅放开以来，离岛免税市

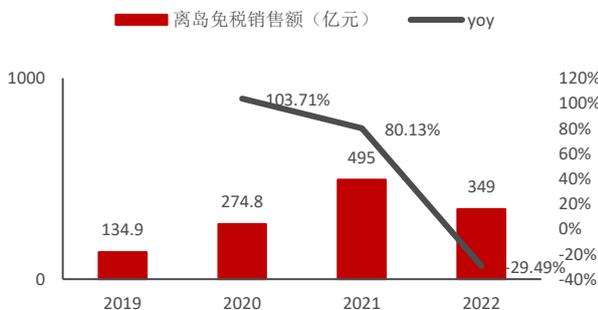
场规模显著提升，2020 年离岛免税市场规模达 274.8 亿元，同比提升 103.71%。

表11：海南离岛免税政策要点总结

政策时间	政策重点
2011 年 4 月 20 日	离岛免税试点落地海南。 离岛交通：乘机。 免税额度：每人每年人民币 5000 元。 免税购物次数：非岛内旅客每人每年 2 次、岛内旅客每人每年 1 次。 免税商品：共 18 种。 提货方式：机场提货。
2012 年 11 月 1 日	免税额度：提升至每人每年 8000 元。 免税商品：增至 21 种，新加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具（含童车）等 3 类。
2015 年 3 月 20 日	免税商品：增至 38 种。加入婴儿奶粉、保健品、一二类家用医疗器械等品类。放宽 10 种商品单次购买限制。
2016 年 2 月 1 日	免税额度：非岛内居民每人每年 1.6 万元。 免税购物次数：取消非岛内居民次数限制。 购买渠道：新增网上销售窗口。
2017 年 1 月 15 日	离岛交通：新加火车。 提货方式：新增海口火车站。
2018 年 12 月 1 日	免税额度：提升至每人每年 3 万元。 免税购物次数：取消岛内居民次数限制。 免税商品：新增部分家用医疗器械。
2018 年 12 月 28 日	离岛交通：新加轮船。
2020 年 7 月 1 日	免税额度：提升至每人每年 10 万元。 免税购物次数：不限。 免税商品：增至 45 种，包括手机等电子产品。取消单件 8000 元限制。着重额度管理，放宽大量商品单次购买限制。
2021 年 2 月 2 日	提货方式：新增邮寄送达（非岛内旅客）；返岛提取（岛内旅客）。
2023 年 4 月 1 日	提货方式：新增高价值产品担保即提。

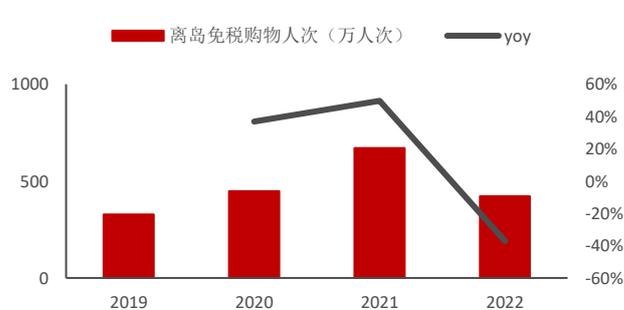
资料来源：政府网站，民生证券研究院整理

图 54：海南离岛免税商品购物金额（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院整理

图 55：海南海岛免税商品购物人次（单位：万人次）



资料来源：wind，民生证券研究院整理

海南机场紧随机遇，卡位稀缺物业分享离岛免税成长红利。海南离岛免税政策放松，设立新离岛免税店，增加经营主体至 7 家。据 2020 年 6 月《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，具有免税商品经销资格的经营主体可按规定从

事海岸离岛免税业务。2020年7月，通过市场化方式，海南确定新增5家主体。2022年底，海南从事离岛免税业务的经营商已有7家，涵盖中免、海免公司、海控免税、海南旅投、深圳免税、中国出国人员服务有限公司、及王府井等，进一步推进离岛免税业务扩张。对于海南机场来说，一方面参股凤凰、美兰机场免税店，独享机场客流集中优势，一方面凭借优质物业收取免税经营特许租金，从多维度参与离岛免税，一定程度上也避免了日益激烈的免税竞争格局。

表12：免税持牌主体一览

运营商	背景	离岛免税店
中免	实控人为国务院国资委	三亚国际免税城1期、2期；海口国际免税城；凤凰机场免税店等
海免	中免控股51%	海口日月广场免税店；海口美兰机场免税店T1、T2航站楼免税店；琼海博鳌免税店等
海控免税	海南国资背景，海南控股持股100%	海口日月广场海控全球精品免税城
海旅投	海南省属国有独资企业	三亚海旅免税城
深圳免税	国有独资企业，深圳国资委为实控人	海口观澜湖免税店
中出服	央企，中医药集团总公司全资子公司	中服三亚购物公园
王府井	北京市国资委为实控人	万宁国际免税城

资料来源：公司公告，百度百科，民生证券研究院整理

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

公司为海南核心基础设施运营商，近年来转型“机场+免税”两大核心业务，我们认为公司业务未来有望深度受益于海南自贸港发展红利。分业务来看，我们做如下预测：

1) 机场业务：公司机场业务主要分为航空性收入和非航空性收入。其中航空性收入主要和旅客吞吐量及飞机起降架次相关，我们预计随着出行放开及T3航站楼扩建，2023-2025年公司飞机起降架次及旅客吞吐量恢复到2019年的100%/120%/130%，从而带动公司航空行业业务收入恢复；非航空性收入方面，我们认为随着二期免税项目推出，有望进一步增厚公司非航空性收入。整体来看公司机场业务收入增速为105%/23%/11%，对应收入分别为21.41/26.25/29.18亿元；随着机场业务中免税等高毛利率非航空性业务收入占比提升，我们认为整体毛利率有望持续提升，预计2023-2025年毛利率达到37%/39%/40%。

2) 免税及商业：免税及商业业务主要为免税租金收入及有税商业租金。伴随海口美兰机场T2航站楼投入运营、凤凰机场新增法式花园扩充免税面积、客流逐步修复，以及日月广场两大免税店调整租金计提方式，我们认为免税及商业部分租金有望持续增加，我们预计2023-2025年收入增速分别为70%/12%/11%，对应收入分别为4.57/5.12/5.67亿元。

3) 地产业务：公司逐步收缩地产，传统地产项目预计在3-5年内逐步退出，我们预计在地产去化过程中将有较高销售额，对此我们假设2023-2025年地产收入增速分别为15%/10%/10%，对应收入分别为23.84/26.23/28.85亿元，毛利率分别为30%/32%/34%。

4) 物业：物业目前在管项目数量较多，我们预计2023-2025年物业增速稳步增长，分别为10%/8%/5%，对应收入分别为7.84/8.47/8.89亿元，毛利率分别为14.5%/14.6%/14.7%。

5) 其他业务：主要为飞训及酒店业务，目前占比较低，且非重点业务，我们预计2023-2025年同比增长5%/5%/5%，对应收入分别为6.31/6.62/6.95亿元，毛利率分别为35%/35%/35%。

表13：公司各项业务拆分及盈利预测（单位：万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	470,065.63	639,766.61	726,858.48	795,420.57
yoy	3.89%	36.10%	13.61%	9.43%
毛利率	34.93%	35.30%	36.96%	38.26%
机场收入	104432.42	214107.97	262492.14	291796.28
yoy	-34%	105%	23%	11%

毛利率	1.99%	37%	39%	40%
免税及商业收入	26953.42	45746.09	51183.39	56667.56
yoy	-45%	70%	12%	11%
毛利率	90.56%	91.00%	91.50%	92.00%
地产收入	207346.03	238447.94	262292.73	288522.00
yoy	85%	15%	10%	10%
毛利率	53.16%	30.00%	32.00%	34.00%
物业收入	71283.58	78411.94	84684.89	88919.14
yoy	-1.99%	10%	8%	5%
毛利率	14.98%	14.50%	14.60%	14.70%
其他业务收入	60050.17	63052.68	66205.31	69515.58
yoy	-0.49%	5%	5%	5%
毛利率	27.99%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

费用端, 我们认为: 公司销售费用预计随着新免税项目的开业略微增长, 但因为收入上升整体销售费用率预计略有下滑, 预计 2023-2025 年销售费用率分别为 2.78%/2.60%/2.53%, 管理费用率我们认为随着收入规模增加整体略有下滑, 分别为 11.75%/11.22%/10.73%, 财务费用率受 2022 年收入体量较低有所抬升, 我们认为后续随着收入规模增加财务费用率将有所下调, 2023-2025 年分别为 3.85%/3.25%/2.75%。

表14: 公司各项费用拆分及预测 (单位: 万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用	15,875.69	17,804.70	18,861.98	20,116.19
管理费用	71,243.13	75,172.58	81,553.52	85,348.63
财务费用	59,576.44	24,631.01	23,622.90	21,874.07
销售费用率	3.38%	2.78%	2.60%	2.53%
管理费用率	15.16%	11.75%	11.22%	10.73%
财务费用率	12.67%	3.85%	3.25%	2.75%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

综上, 我们认为, 2023-2025 年公司收入分别为 63.98/72.69/79.54 亿元, 同比增速分别为 36.10%/13.61%/9.43%, 归母净利润分别为 9.60/13.78/17.70 亿元, 同比增速分别为-48.31%/43.58%/28.45%。

6.2 估值分析

我们选取同为机场且具备免税业务的上海机场、白云机场作为公司机场和免税业务的可比公司, 同时选取招商蛇口和保利发展作为公司地产业务可比公司。

地产业务: 公司旗下拥有一定的地产业务, 2023 年预计公司地产业务板块营收为 23.84 亿元, 出于盈利角度因素, 我们参考同行可比公司保利发展和招商蛇口, 对应 PB 为 0.77, 则预计公司 2023 年地产业务对应合理市值为 180 亿元。

表15: 可比公司 PB 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	每股净资产			PB (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
600048.SH	保利发展	12.88	15.64	18.04	19.99	0.82	0.71	0.64
001979.SZ	招商蛇口	12.32	10.79	14.86	15.92	1.14	0.83	0.77
平均值						0.98	0.77	0.71

资料来源: wind, 民生证券研究院预测; 注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2023 年 05 月 24 日

机场+免税及其他业务 (除去地产): 公司旗下拥有多家机场, 且凭借机场经营相应的免税业务, 2023 年预计公司机场免税板块合计营收为 40.14 亿元, 若参考同行, 假设地产业务净利率为 10%, 则除地产业务以外剩余业务对应利润为 7.22 亿元, 参考可比公司上海机场、白云机场平均估值为 50X, 我们使用可比公司平均 PE 估值, 预计 2023 年该部分业务对应合理市值为 361 亿元。

表16: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
600009.SH	上海机场	47.29	-1.20	0.95	2.12	-	50	22
600004.SH	白云机场	13.53	-0.45	0.27	0.71	-	50	19
平均值						-	50	21

资料来源: wind, 民生证券研究院预测; 注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2023 年 05 月 24 日

综合以上两类业务, 预计 2023 年公司合理市值为 541 亿元, 考虑到公司推进机场扩建以及凤凰机场二期免税项目落地, 未来有望构建公司重要成长点, 给与“推荐”评级。

6.3 投资建议

公司为海南核心基础设施运营商, 旗下拥有凤凰机场, 日月广场等优质物业, 历经重组发力“机场+免税”业务, 有望深度受益于海南自贸港发展及离岛免税成长的红利。我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 9.60/13.78/17.70 亿元, 分别同比变化-48.31%/43.58%/28.45%, 对应 PE 为 51/35/28X, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

7 风险提示

1) **居民出境需求恢复低于预期。** 出入境的游客数量低于预期会对公司的机场业务造成负面影响。

2) **海南自贸港建设低于预期的风险。** 公司业务受益于海南自贸港的建设，自贸港建设如因客观原因低于预期将影响公司发展。

3) **宏观经济下滑的风险。** 宏观经济收缩会对公司经营产生负面影响。

4) **离岛免税政策变动风险。** 2025 年海南实行封关，若离岛免税政策有所变动将会影响公司经营情况。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,701	6,398	7,269	7,954
营业成本	3,059	4,139	4,582	4,911
营业税金及附加	466	320	363	398
销售费用	159	178	189	201
管理费用	712	752	816	853
研发费用	0	0	0	0
EBIT	209	1,166	1,465	1,741
财务费用	596	246	236	219
资产减值损失	-155	0	0	0
投资收益	47	417	700	963
营业利润	-17	1,336	1,929	2,485
营业外收支	2,056	25	25	25
利润总额	2,039	1,361	1,954	2,510
所得税	64	340	489	628
净利润	1,975	1,021	1,466	1,883
归属于母公司净利润	1,856	960	1,378	1,770
EBITDA	708	1,681	2,006	2,307

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,383	8,171	7,678	7,625
应收账款及票据	1,452	1,753	1,892	1,961
预付款项	26	33	32	29
存货	12,790	12,475	12,553	12,109
其他流动资产	2,686	2,448	2,355	2,258
流动资产合计	24,337	24,880	24,510	23,982
长期股权投资	2,043	2,460	3,160	4,123
固定资产	8,516	8,734	8,948	9,161
无形资产	2,021	2,021	2,019	2,017
非流动资产合计	31,788	32,196	32,851	33,769
资产合计	56,125	57,076	57,361	57,751
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3,416	3,969	4,142	4,171
其他流动负债	7,626	8,015	7,663	7,144
流动负债合计	11,043	11,984	11,806	11,315
长期借款	18,825	17,825	16,825	15,825
其他长期负债	2,448	2,452	2,450	2,447
非流动负债合计	21,274	20,277	19,275	18,273
负债合计	32,317	32,261	31,081	29,587
股本	11,425	11,425	11,425	11,425
少数股东权益	1,394	1,455	1,543	1,656
股东权益合计	23,809	24,815	26,281	28,164
负债和股东权益合计	56,125	57,076	57,361	57,751

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.89	36.10	13.61	9.43
EBIT 增长率	-0.32	456.99	25.70	18.82
净利润增长率	300.68	-48.31	43.58	28.45
盈利能力 (%)				
毛利率	34.93	35.30	36.96	38.26
净利润率	39.49	15.00	18.96	22.25
总资产收益率 ROA	3.31	1.68	2.40	3.06
净资产收益率 ROE	8.28	4.11	5.57	6.68
偿债能力				
流动比率	2.20	2.08	2.08	2.12
速动比率	0.98	0.97	0.95	0.98
现金比率	0.67	0.68	0.65	0.67
资产负债率 (%)	57.58	56.52	54.18	51.23
经营效率				
应收账款周转天数	112.76	100.00	95.00	90.00
存货周转天数	1,526.29	1,100.00	1,000.00	900.00
总资产周转率	0.08	0.11	0.13	0.14
每股指标 (元)				
每股收益	0.16	0.08	0.12	0.15
每股净资产	1.96	2.04	2.17	2.32
每股经营现金流	-0.28	0.24	0.15	0.18
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	26	51	35	28
PB	2.2	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	86.35	35.38	29.34	25.09
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,975	1,021	1,466	1,883
折旧和摊销	499	515	540	566
营运资金变动	-6,141	764	-278	-117
经营活动现金流	-3,147	2,695	1,770	2,068
资本开支	-482	-410	-427	-450
投资	-988	300	120	120
投资活动现金流	-1,214	-145	-307	-330
股权募资	3,027	0	0	0
债务募资	-1,549	-884	-1,123	-1,000
筹资活动现金流	733	-1,762	-1,956	-1,792
现金净流量	-3,628	788	-493	-53

插图目录

图 1: 公司发展历程一览	3
图 2: 海南控股为公司第一大股东, 海南国资委为公司实控人	4
图 3: 公司重点参股子公司情况	6
图 4: 海南机场各业务营业收入占比	6
图 5: 2021-2022 海南机场分业务毛利率情况	6
图 6: 2017-2022 年海南机场营业收入 (亿元) 及增速	7
图 7: 2017-2022 年海南机场归母净利润 (亿元) 及增速	7
图 8: 2017-2022 年公司毛利率及净利率情况	8
图 9: 2017-2022 年公司费用率表现	8
图 10: 2017-2022 年可比机场资产负债率对比	8
图 11: 2017-2022 年公司有息负债 (单位: 亿元)	8
图 12: 2013-2022 年公司现金比率情况	8
图 13: 公司整体机场业务收入 (亿元) 及增速	10
图 14: 海南机场旅客吞吐量 (万人次)	10
图 15: 海南机场飞机起降架数 (万架次)	10
图 16: 海南机场货邮吞吐量(万吨)	10
图 17: 2016-2022 年公司整体机场业务毛利率	11
图 18: 2015-2022 年凤凰机场营业收入及增速 (亿元)	12
图 19: 凤凰机场营收占公司整体机场业务收入比重	12
图 20: 凤凰机场飞机起降架数 (万架次)	12
图 21: 凤凰机场旅客吞吐量 (万人次)	12
图 22: 2015-2020 年 Q1 凤凰机场收入结构	13
图 23: 2013 年-2021 年第一季度凤凰机场整体毛利 (亿元) 及毛利率 (%)	13
图 24: 可比机场营业收入情况 (亿元)	13
图 25: 凤凰机场毛利率处于同行前列 (%)	13
图 26: 除凤凰机场外海南机场参控股及管理机场的其他机场 2017-2020 年收入 (亿元) 及占比 (%)	13
图 27: 海南机场控股管理机场年旅客吞吐量 (单位: 万人次)	15
图 28: 海南机场控股管理机场年起降架次 (单位: 万架次)	15
图 29: 2021-2022 年中免凤凰免税店租金收入 (单位: 万元)	17
图 30: 2021-2022 年中免凤凰免税店投资收益 (单位: 万元)	17
图 31: 凤凰机场&美兰机场旅客吞吐量 (单位: 万人)	18
图 32: 2021-2022 年凤凰机场免税店&海口美兰机场免税店净利率	18
图 33: 2020-2022 年海口美兰机场免税店财务表现	20
图 34: 2017-2021 年美兰机场投资收益	20
图 35: 海口美兰机场免税店市场份额变化	20
图 36: 海口美兰机场免税店净利率变化情况	20
图 37: 海口美兰机场旅客吞吐量 (单位: 万人次)	20
图 38: 海口美兰机场免税店购物人次及转化率	20
图 39: 2021-2022 年海控全球精品免税城及中免日月广场免税店租金 (单位: 万元)	23
图 40: 地产业务收入、增速及收入占比	24
图 41: 地产收入毛利率	24
图 42: 新增开工面积 (单位: 万平方米)	25
图 43: 完工面积 (单位: 万平方米)	25
图 44: 2022 地产租金收入区域构成	26
图 45: 2022 出租地产面积区域构成	26
图 46: 2022 地产可出售面积区域构成	26
图 47: 2022 海南地产可售面积区域构成	26
图 48: 物业业务收入、增速及收入占比	27
图 49: 物业收入毛利率	27
图 50: 物业在管项目数量	27
图 51: 物业在管项目面积 (单位: 万平方米)	27
图 52: 2013-2022 年海南旅客吞吐量	30
图 53: 2013-2022 年海南货运吞吐量	30
图 54: 海南离岛免税商品购物金额 (单位: 亿元)	32

图 55: 海南海岛免税商品购物人次 (单位: 万人次)32

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司共参控股、管理 11 家机场基本情况	9
表 2: 公司免税业务一览	16
表 3: 凤凰机场 T1 航站楼免税规划	18
表 4: 2025 年凤凰机场免税店收入弹性测算及贡献业绩情况测算	19
表 5: 美兰机场航站楼及免税店设立情况	21
表 6: 海口美兰机场投资收益测算	21
表 7: 中免日月广场免税店及海控全球精品免税城概况	22
表 8: 2022 海口重点地产项目	26
表 9: 《海南自由贸易港建设总体方案》要点梳理	29
表 10: 海南十四五交通规划与目标	31
表 11: 海南离岛免税政策要点总结	32
表 12: 免税持牌主体一览	33
表 13: 公司各项业务拆分及盈利预测 (单位: 万元)	34
表 14: 公司各项费用拆分及预测 (单位: 万元)	35
表 15: 可比公司 PE 数据对比	36
公司财务报表数据预测汇总	38

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026