

海南机场 (600515.SH)

上半年主业经营回暖，海南自贸港卡位优势持续巩固

增持

核心观点

2023年上半年公司收入和归母净利润大幅增长。上半年，公司实现收入 33.70 亿元/+48.81%，归母净利润 5.83 亿元/+807.55%，扣非净利润 4.78 亿元/+1350.75%。单 Q2，公司实现收入 21.11 亿元/+96.23%；归母净利润和扣非净利润各 3.50/2.81 亿元，同比扭亏。上半年收入和归母净利润同比大幅增长主要系机场客流恢复和房产加速去化影响。与疫前相比，由于重整后公司资产负债结构和财务费用优化明显，公司经营较疫前亏损情况显著改善。

免税相关业务估算税前权益贡献增长 20%+。上半年公司免税和商业收入 1.4 亿元，同比下滑主要系口径差异（去年含写字楼租金）及海控免税租金计提差异（22H1 按 8%计提，后按 3%计提）影响，按可比口径估算增 15%+，其中日月广场租金 0.58 亿元。三亚凤凰机场免税相关收入 1.20 亿元（体现在机场业务收入），其中免税店/提货点租金各 0.84/0.36 亿元，同比+75%/13%。参股海口/三亚机场免税店投资收益各 0.63/0.15 亿元，同比+22%/323%。

上半年公司机场生产经营数据基本恢复超疫前，地产业务加速去化。上半年，公司机场管理收入 9.56 亿元/+48%，利润总额 3.17 亿元/+322%。公司旗下 9 家机场起降架次/旅客吞吐量/货邮吞吐量恢复至 2019 年同期 116%/110%/106%，其中三亚机场起降架次/旅客吞吐量各恢复 112%/108%，均超疫情前。同时，公司地产业务加速去化，实现收入 15.22 亿元/+141%，利润总额 2.95 亿元，同比扭亏。期末公司投资性房地产的期末余额约 128.09 亿元。此外，公司上半年物管和其他业务收入 3.53/3.99 亿元，剔除会计影响相对平稳。

机场业务持续较快复苏，免税仍有期待，海南自贸港建设推动中线成长。结合上半年和 7 月以来三亚机场客流趋势，我们预计今年全年三亚机场客流有望超 2019 年同期。同时，三亚机场三期改扩建项目计划 2023 年 11 月底开工，未来可满足年吞吐量 3000 万人次需求。并且，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。中线来看，公司拥有海南自贸港关键机场卡位和海口日月广场免税标杆商业资源等核心优势，未来持续优化推进中，中线有望直接受益海南自贸港封关建设。

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，对应 EPS 为 0.10/0.14/0.17，PE 为 40/29/25x。上半年海南核心机场客流量较快复苏，带动公司机场主业成长，暑期客流目前趋势良好，Q4 海南旺季仍有期待。作为海南自贸港建设的核心受益标的，公司在海南的机场、市内等稀缺卡位有望享有一定确定性溢价。综合其目前估值水平和公司作为海南自贸港建设龙头的流量卡位优势，维持“增持”评级。

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)	100.1	25.0	40.0	29.1	24.5
EV/EBITDA	173.7	106.7	30.1	25.1	23.2
市净率 (PB)	2.40	2.07	2.00	1.91	1.81

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

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

证券分析师：姜明

zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

jiangming2@guosen.com.cn
S0980521010004

证券分析师：钟潇
0755-82132098

联系人：杨玉莹
0755-81982942

zhongxiao@guosen.com.cn
S0980513100003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	4.06 元
总市值/流通市值	46387/37255 百万元
52 周最高价/最低价	5.34/3.45 元
近 3 个月日均成交额	116.46 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) - 2022 年承压下聚焦主业，自贸港卡位龙头迎复苏成长》——2023-04-22
《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

海南机场上半年收入和归母净利润同比大幅增长。2023年上半年，公司实现收入33.70亿元/+48.81%，较2019H1恢复98.91%，归母净利润5.83亿元/+807.55%，较2019H1增168.66%，扣非净利润4.78亿元/+1350.75%，较2019H1增103.40%。非经常性损益合计1.05亿，主要包括政府补助和公允价值变动损益各0.71/0.29亿元。

机场客流恢复及地产加速去化助力Q2收入较快增长，业绩同比扭亏。2023Q2，公司实现收入21.11亿元/+96.23%；归母净利润和扣非净利润各3.50/2.81亿元，同比扭亏。收入大幅增长主要系机场客流恢复和房产加速去化影响。与疫情前相比，由于重整后公司资产负债结构和利息费用显著优化（2019H1三亚机场等财务费用达7亿元），公司经营较疫前亏损拖累情况显著改善。截至2023年6月30日，公司资产负债率55.94%，相比2022年末下降1.64个百分点，进一步优化。

图1: 海南机场 2023H1 收入、归母净利润及扣非净利润增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 海南机场 2023Q2 收入、归母净利润及扣非净利润增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

免税: 海南免税稳健增长，上半年公司免税相关贡献同比增长超 20%

上半年海南免税销售稳健增长。根据海口海关数据，2023年1-6月海关监管离岛免税购物金额263.17亿元，同比上升24.4%。据海南省商务厅数据，今年上半年海南离岛免税店总销售额324亿元，同比增长31%。

海南机场通过提供经营场地、参股的方式间接参与海南离岛免税业务。其中，通过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、中免三亚凤凰机场免税店、三亚凤凰机场提货点、海口日月广场返岛提货点、博鳌机场提货点**；通过参股形式获取投资收益的免税业务包括：**海口美兰机场免税店 49%（美兰机场 T1、T2 航站楼免税店经营主体），三亚凤凰机场免税店 49%，海南海航中免 50%等**。公司2023年上半年有序开展三亚凤凰机场免税店二期筹开工作，目前已完成相关权证办理、招商和装修工作，正在推进免税品经营资质审批等工作，预计年内开业，开业后将新增免税租赁面积0.5万平方米，凤凰机场免税店合计免税租赁面积将达到0.68万平方米。

上半年免税相关业务估算税前权益贡献同比增长 20%+。上半年公司免税和商业收入1.4亿元，同比下滑主要系口径差异（去年含写字楼租金）及海控免税租金计提差异（22H1按8%计提，后按3%计提）影响，按可比口径估算增15%+，其中日月广场租金0.58亿元。三亚凤凰机场免税相关收入1.20亿元（体现在机场业务收入），其中免税店/提货点租金各0.84/0.36亿元，同比+75%/13%。参股海口/三亚机场免税店投资收益各0.63/0.15亿元，同比+323%/22%。

机场及地产：上半年公司机场生产经营数据基本恢复超疫前，地产业务加速去化

上半年，公司机场管理收入 9.56 亿元/+48%，利润总额 3.17 亿元/+322%。公司旗下 9 家机场起降架次/旅客吞吐量/货邮吞吐量恢复至 2019 年同期 116%/110%/106%，其中三亚机场起降架次/旅客吞吐量各恢复 112%/108%，均超疫情前。同时，此外，公司上半年物管和其他业务收入 3.53/3.99 亿元，同比相对平稳。

图3：三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4：海南离岛免税销售变化

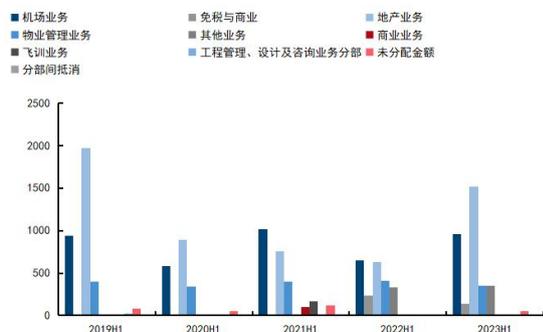


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

上半年公司地产业务加速去化。2023 年上半年地产板块实现收入 15.22 亿元/+141%，利润总额 2.95 亿元，同比扭亏。上半年公司结转豪庭南苑 G14 项目地产业务收入，同时重点推动海口市大英山片区海南中心、D10 地块、豪庭南苑三区等项目开发建设，顺利完成豪庭 A12 商业街等项目竣工，并积极推进海口优联国际医院等重点项目复工；此外拓展临空产业项目土地，2023 年 5 月取得海口市江东新区 LK11-16-02-01 地块及江东新区 LK11-13-03 地块土地使用权，后续将推进临空产业项目开发和配套项目多元化经营。期末投资性房地产余额约 115 亿元。

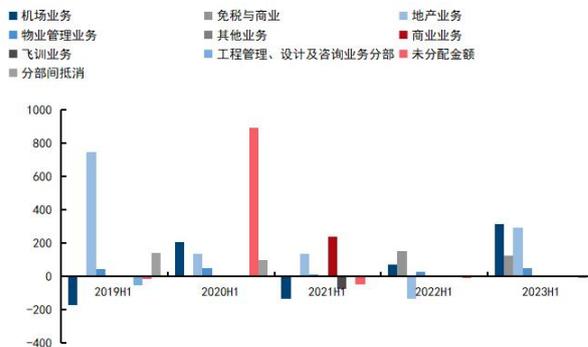
其他业务相对平稳。2023 年上半年物业管理营业收入 3.53 亿元/-14.04%，主要系会计准则变动使得代收水电费相关收入确认由总额法变为净额法，剔除该影响则维持相对平稳。季末在管项目 191 个、较去年底增加 28 个，管理面积逾 1700 万平方米，较去年底增加 6%，未来将重点拓展航空机场产业园、政企事业单位、住宅商业写字楼等资金回笼快速、规模较大的优质项目。**其他业务**营收 3.99 亿元/+4.19%，主要系海南迎宾馆酒店运营及天羽飞训相关培训业务。

图5：海南机场各业务收入情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

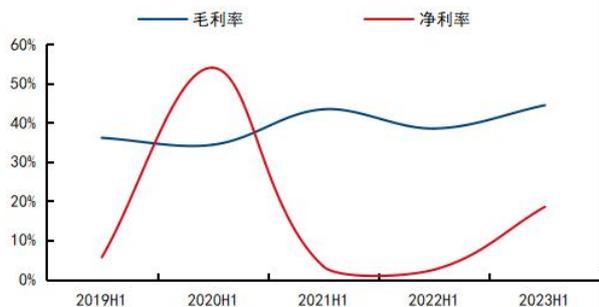
图6：海南机场各业务利润总额情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

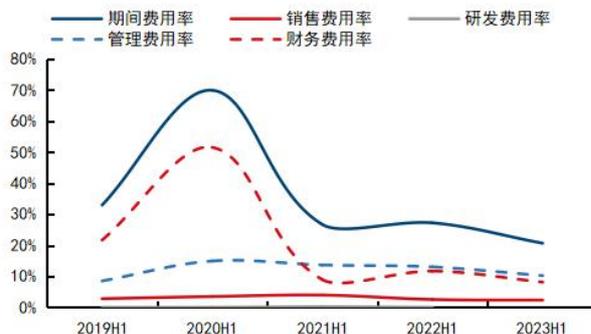
财务分析：上半年毛利率同比提升，期间费率同比下降，盈利能力显著改善。2023H1 销售毛利率 44.48%，同比提升 5.95pct。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 2.32%/10.20%/8.12%，同比分别-0.19pct/-2.82pct/-3.54pct，三项费用率合计 20.64%/-6.55pct。主要系伴随营收回暖及高毛利地产业务占比提升，整体毛利率及期间费用率改善明显，综合上半年归母净利率达 17.3%/+14.5pct。

图7：海南机场毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：海南机场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

机场业务持续较快复苏，免税仍有期待，海南自贸港建设推动中线成长。结合证券时报及公司经营数据，今年全年三亚机场客流有望超 2019 年同期（3 月底以来均超疫情前）。同时，三亚机场三期改扩建项目计划 2023 年 11 月底开工，未来可满足年吞吐量 3000 万人次需求。并且，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。中线来看，公司拥有海南自贸港关键机场卡位和海口日月广场免税标杆商业资源等核心优势，未来持续优化推进中，中线有望直接受益海南自贸港封关建设。

投资建议：维持 23-25 年归母净利润为 11.6/15.9/18.9 亿元，对应 EPS 为 0.10/0.14/0.17，PE 为 40/29/25x。上半年海南核心机场客流量较快复苏，带动公司机场主业成长，暑期客流维持高景气，Q4 旺季值得期待。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，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。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价 2023/8/22	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
600515.SH	海南机场	4.06	463.87	0.16	0.10	0.14	0.17	25	40	29	25	增持
601888.SH	中国中免	113.09	2,339.67	2.43	3.77	4.95	6.44	47	30	23	18	买入
600859.SH	王府井	21.43	243.24	0.17	0.93	1.17	1.37	125	23	18	16	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
流动资产合计	29748	24337	15846	17505	19324	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
资产总计	61169	56125	47196	48453	49852	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	利润总额	830	2039	1524	2091	2486
流动负债合计	18459	11043	1272	1356	1349	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	归属于母公司净利润	463	1856	1161	1593	1895
长期负债合计	22350	21274	21223	21172	21121	现金流量表 (百万元)					
负债合计	40809	32317	22494	22527	22470	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
负债和股东权益总计	61169	56125	47196	48453	49852	公允价值变动损失	336	(160)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						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	经营活动现金流	(167)	(2380)	6006	2064	2420
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%	投资活动现金流	273	(1782)	(7)	(57)	(57)
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%	融资活动现金流	9032	546	(323)	(478)	(668)
股息率	0.1%	1.6%	0.8%	1.0%	1.2%	现金净变动	9138	(3615)	5676	1528	1694
P/E	100.1	25.0	40.0	29.1	24.5	货币资金的期初余额	1860	10998	7383	13059	14587
P/B	2.4	2.1	2.0	1.9	1.8	货币资金的期末余额	10998	7383	13059	14587	16281
EV/EBITDA	173.7	106.7	30.1	25.1	23.2	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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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。本报告仅供我公司客户使用，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