

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

## 客流恢复领先，成本压力兑现，关注仲裁进展

### ——美兰空港（00357）2023年中期业绩点评

#### 最近一年走势



#### 相对恒生指数表现

2023/08/28

表现	1M	3M	12M
美兰空港	-32.9%	-39.5%	-59.0%
恒生指数	-9.0%	-3.3%	-10.1%

#### 市场数据

2023/08/28

当前价格(元)	8.05
52周价格区间(元)	8.00-26.25
总市值(百万)	3,809.36
流通市值(百万)	1,826.65
总股本(万股)	47,321.30
流通股本(万股)	22,691.30
日均成交额(百万)	43.67
近一月换手(%)	16.57

#### 相关报告

《——美兰空港（00357）点评报告：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（买入）\*航空机场\*许可，李跃森》——2023-04-20

《——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

#### 事件:

##### 2023年8月25日美兰空港发布2023年中期业绩公告

业务方面，1H2023公司完成航班起降8.5万架次/yoy+45.91%，旅客吞吐量1204.8万人次/yoy+83.62%，货邮吞吐量9.3万吨/yoy+25.46%，分别达到2019年同期水平的101.44%、96.39%、52.04%。

方面，1H2023年公司实现主营业务收入10.66亿元/yoy+71.20%，为2019年同期131.01%；归母净利润-0.51亿元，上年同期为-0.12亿元。

#### 投资要点:

##### ■ 上半年营收超2019年同期3成，客流水平接近完全恢复

1H2023公司主营业务收入相较2019年同期增长2.52亿元。其中，航空性收入、非航性收入分别相较2019年同期增长1.23亿元、1.30亿元。航空性收入的增长，一方面源自新的收入分配模式，即2023年1月1日新版租赁协议开始实施后，上市公司将获取租赁资产过程中的所有收入并承担过程中所有成本和开支，此前采用的收入分成模式（例如一期跑道所产生的飞机起降费、旅客过港费及向香港、澳门及外国航空公司收取的基本地勤服务费由双方根据75%上市公司和25%母公司的比例进行分取等）不再使用。另一方面，2023年国内民航需求继续上行，公司业务量修复行业领先。1H2023美兰机场旅客吞吐量达1204.8万人次，恢复至2019年同期的96.39%。

##### ■ 固定租金模式开启，二期新增成本拖累业绩表现

1H2023公司营业成本+财务费用较2019年同期增长6.48亿元。具体来看，成本端，根据新版租赁协议，上市公司对美兰机场一期和二期相关资产均采用固定租金模式，年租金总额共计5.57亿元。当下二期资产已经纳入公司整体运营范围，1H2023公司营业成本达9.72亿元/yoy+87.38%。根据公告计算，上半年公司折旧及无形资产摊销成本较2019年同期上升3.34亿元，人工成本较2019年同期上升1.37亿元。

费用端，1H2023公司财务费用同比增加0.27亿元至0.75亿元，增

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，尽享双重红利（买入）\*机场\*李跃森，许可》——2022-07-01

量部分主要对应于 0.35 亿元的新增租赁负债利息费用。

■ **时刻调增背景下客流增速有望提升，关注下半年仲裁进展**

海口美兰机场作为海南自贸港空中门户，天然垄断高端流量、发展空间广阔。2023 年 6 月 25 日，美兰机场高峰小时容量标准已由 30 架次调增至 40 架次，扩容增幅达 33%。2023 年 7 月 1 日-8 月 24 日，美兰机场航班量已经达到 2019 年同期 108.12%，时刻调增助力之下，下半年业务量增速有望进一步提升。

长期来看，公司基本面成长逻辑清晰，二期投产后美兰空港迎来“双航站楼+双跑道”运营的新时代，产能上限已经打开。尽管上半年受旅客消费能力受损等因素影响，海南免税销售表现疲软。但长期来看，伴随离岛免税红利持续释放，机场客流变现效率仍有望持续提升。

2023 年 6 月，公司收到与 HOPU 方面在香港国际仲裁中心第一阶段仲裁裁决，裁决结果显示公司负有未尽最大努力促成认购协议交易的责任，存在违约行为。目前仲裁案来到第二阶段审理环节，主要是确认违约行为和对方所主张的损害结果之间是否存在因果关系，预计相关仲裁结果将于今年下半年落地，但仲裁结果存在不确定性。

■ **盈利预测和投资评级：**综合考虑公司今年以来的客流恢复节奏和免税业务表现，我们下调对公司的业绩预测，预计公司 2023-2025 年营收分别为 21.29 亿元、26.65 亿元、35.65 亿元，归母净利润分别为 0.63 亿元、5.41 亿元、13.79 亿元，对应 2024-2025 年 PE 分别为 6.55 倍、2.57 倍。但我们持续看好公司作为自贸港核心枢纽的战略价值及成长空间，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、成本表现不及预期、增发进度存在不确定性，第二阶段仲裁结果存在不确定性。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	1141	2129	2665	3565
增长率 (%)	-29	87	25	34
归母净利润 (百万元)	-155	63	541	1379
增长率 (%)	-120	133	762	155
摊薄每股收益 (元)	-0.33	0.13	1.14	2.91
ROE (%)	-4	1	10	20
P/E	-	-	6.55	2.57
P/B	0.80	0.75	0.64	0.50
P/S	3.10	1.55	1.14	0.86
EV/EBITDA	64.76	11.55	7.41	4.84

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=0.9291

附表：美兰空港盈利预测表

证券代码:	00357		股价:	7.48	投资评级:	买入	日期:	2023/08/28	
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%	1%	10%	20%	EPS	-0.33	0.13	1.14	2.91
毛利率	2%	15%	32%	51%	BVPS	9.32	9.92	11.61	14.78
期间费率	7%	16%	12%	9%	<b>估值</b>				
销售净利率	-14%	3%	20%	39%	P/E	-	-	6.55	2.57
<b>成长能力</b>					P/B	0.80	0.75	0.64	0.50
收入增长率	-28%	87%	25%	34%	P/S	3.10	1.55	1.14	0.86
利润增长率	-120%	133%	762%	155%					
<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	0.15	0.18	0.20	营业收入	1141	2129	2665	3565
应收账款周转率	3.96	4.23	3.91	3.93	营业成本	1123	1815	1818	1755
存货周转率	1589.06	1340.92	1297.72	1249.34	营业税金及附加	71	34	44	58
<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	0.39	0.44	0.61	财务费用	88	188	153	115
速动比	0.08	0.39	0.44	0.61	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	77	648	1651
现金及现金等价物	119	1299	1386	2119	营业外净收支	1104	1500	971	-55
应收款项	267	503	681	907	利润总额	884	1577	1620	1596
存货净额	1	1	1	1	所得税费用	-46	11	97	247
其他流动资产	93	160	207	280	净利润	-191	64	549	1402
<b>流动资产合计</b>	<b>480</b>	<b>1963</b>	<b>2275</b>	<b>3306</b>	少数股东损益	-35	1	9	23
固定资产	7288	6990	6700	6446	归属于母公司净利润	-155	63	541	1379
在建工程	-	33	1033	1953	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	84	5331	4747	5766	经营活动现金流	174	885	1822	2649
长期股权投资	8	0	0	0	净利润	-155	64	549	1402
<b>资产总计</b>	<b>10640</b>	<b>14317</b>	<b>14754</b>	<b>17471</b>	少数股东权益	-35	1	9	23
短期借款	2044	0	0	0	折旧摊销	228	339	331	296
应付款项	362	500	500	500	公允价值变动	137	-128	-147	-169
预收帐款	-	59	81	106	营运资金变动	0	278	94	72
其他流动负债	3594	4473	4582	4785	投资活动现金流	-106	-1153	-864	-764
<b>流动负债合计</b>	<b>6000</b>	<b>5032</b>	<b>5164</b>	<b>5390</b>	资本支出	-109	115	965	889
长期借款及应付债券	0	1819	1819	1719	长期投资	0	111	128	147
其他长期负债	233	2765	2258	3321	其他	3	-1379	-1957	-1800
<b>长期负债合计</b>	<b>233</b>	<b>4583</b>	<b>4077</b>	<b>5040</b>	筹资活动现金流	-126	984	-872	-1153
<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	4407	4701	5514	7041	权益融资	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10640</b>	<b>14317</b>	<b>14754</b>	<b>17471</b>	其它	-226	-734	-872	-1053
					现金净增加额	-58	716	86	733

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， HKD/CNY=0.9291；

## 【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，国海研究所培训总监，2次带领团队入围新财富，西南财经大学硕士，7年证券从业经验，2年私募经验。更注重从买方视角看待公司长期投资价值。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，5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，4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，4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，主攻航运及船舶制造板块。

祝玉波：交通运输行业研究助理，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：交通运输行业分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，2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：交通运输行业研究助理，香港中文大学（深圳）硕士，1年交运行业研究经验，深度价值导向，主攻机场航空、铁路等出行板块及船舶制造板块。

张付哲：航运行业专家，3年行业从业经验，先后就职于Drewry和VesselsValue，以产业助力金融，主攻航运、船舶、港口等板块。

## 【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述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。