

## 机场业务复苏强劲，免税商业扩张持续

### 投资要点

- **事件：**公司发布2023年半年报。2023年上半年公司实现营收33.7亿元，同比+48.8%，归母净利润5.8亿元，同比+807.6%，扣非归母净利润4.8亿元，同比+1350.8%。业绩增加系今年以来机场、酒店业务行情向好以及地产业务加大销售，结转豪庭南苑C14项目收入，地产收入同比大幅增加所致。
- **民航业强力复苏，机场业务收入应声反弹。**随着人口流动性增加，旅游市场特别是海南旅游热度持续，2023年上半年公司旗下控股及管理输出9家机场总体飞机起降架次8.89万架次，旅客吞吐量1,310.6万人次，同比分别+68.3%/+109.5%，较2019年同期+15.9%/+9.9%，公司旅客运输量恢复情况好于全国平均水平（仅恢复至2019年同期的88.2%）。
- **免税与商业业务热度正盛。**2023年上半年人口流动机会增加，线下交易模式经营下的海口美兰机场、日月广场及三亚凤凰机场实体免税店客源激增，免税与商业业务营收1.40亿元，同比下滑0.98亿元系口径差异所致，按2022年口径该业务包括海岛商业投资收益，海岛商业、凤凰机场租金收入及凤凰机场免税提货点租金收入计算，营收同比+22.5%。
- **自贸港即将封关运作，业务规模扩张持续。**海南自贸港预计于2025年封关运作，公司免税经营业务借政策红利逐渐扩张，凤凰机场免税店二期项目新增免税租赁面积0.5万平方米已完成权证办理、招商和装修工作，开业后凤凰机场合计免税租赁面积将达到0.68万平方米。
- **宏观复苏房地产加速去化，加快推进房地产业务转型。**2023年上半年房地产业务实现收入15.22亿元，同比+141%，净利润同比扭亏。后续将持续进行“去房地产化”工作，推进临空产业项目开发和配套项目多元化经营。
- **盈利预测与投资建议：**随着民航需求的恢复以及海南自贸港建设红利的释放，未来公司业绩确定性较强，预计公司2023/24/25年归母净利润分别为11.3、14.4、17.2亿元，EPS分别为0.10元、0.13元、0.15元，对应PE分别为41x、32x、27x。依托区位及经营优势，公司将保持中高速增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、免税销售或不及预期、居民出游意愿或不及预期、自贸港建设相关政策不确定等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4700.66	7011.97	7835.88	8566.96
增长率	3.89%	49.17%	11.75%	9.33%
归属母公司净利润(百万元)	1856.31	1125.97	1440.73	1724.67
增长率	300.68%	-39.34%	27.95%	19.71%
每股收益EPS(元)	0.16	0.10	0.13	0.15
净资产收益率ROE	8.28%	4.78%	5.77%	6.46%
PE	24.62	40.59	31.72	26.50
PB	2.04	1.94	1.83	1.71

数据来源：iFinD，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：胡光烽  
执业证号：S1250522070002  
电话：021-58351859  
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	114.25
流通A股(亿股)	91.76
52周内股价区间(元)	3.47-5.18
总市值(亿元)	442.16
总资产(亿元)	553.18
每股净资产(元)	2.00

### 相关研究

1. 海南机场（600515）：机场免税复苏在即，享自贸港建设红利（2023-05-14）

**附表：财务预测与估值**

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7383.00	8252.78	6356.15	5199.33	营业收入	4700.66	7011.97	7835.88	8566.96
应收票据及账款	1482.33	1850.97	2068.46	2261.44	营业成本	3058.72	4929.41	5273.54	5499.99
预付账款	26.38	121.18	81.59	95.11	营业税金及附加	465.73	694.72	776.35	848.79
其他应收款	444.72	663.38	741.33	810.50	销售费用	158.76	214.19	239.36	261.69
存货	12790.38	14468.24	15478.29	16142.93	管理费用	712.43	963.61	1134.24	1287.26
其他流动资产	2210.69	2558.88	2683.00	2793.14	研发费用	0.00	2.40	2.68	2.93
<b>流动资产总计</b>	<b>24337.49</b>	<b>27915.43</b>	<b>27408.82</b>	<b>27302.45</b>	财务费用	595.76	232.36	138.12	54.53
长期股权投资	2042.71	2042.71	2043.71	2045.71	资产减值损失	-154.56	-70.12	-78.36	-85.67
固定资产	9204.39	7513.83	5792.69	4040.96	信用减值损失	-104.67	-70.12	-78.36	-85.67
在建工程	1171.33	976.11	781.55	587.50	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2021.11	1593.68	1166.52	739.72	投资收益	47.22	863.87	850.73	825.09
长期待摊费用	3.81	3.80	1.89	1.89	公允价值变动损益	314.86	0.00	1.00	2.00
其他非流动资产	17344.60	17344.38	17345.45	17347.23	资产处置收益	24.41	16.21	16.21	16.21
<b>非流动资产合计</b>	<b>31787.96</b>	<b>29474.50</b>	<b>27131.81</b>	<b>24763.02</b>	其他收益	146.47	157.12	157.12	157.12
<b>资产总计</b>	<b>56125.45</b>	<b>57389.93</b>	<b>54540.63</b>	<b>52065.47</b>	<b>营业利润</b>	<b>-17.00</b>	<b>872.25</b>	<b>1139.93</b>	<b>1440.87</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	2013.62	587.27	655.74	716.40
应付票据及账款	3416.46	5414.94	5792.96	6041.71	营业外支出	-41.96	34.58	9.07	17.58
其他流动负债	7626.40	12023.61	13019.59	13761.75	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>11042.86</b>	<b>17438.54</b>	<b>18812.56</b>	<b>19803.46</b>	<b>利润总额</b>	<b>2038.57</b>	<b>1424.93</b>	<b>1786.60</b>	<b>2139.70</b>
长期借款	19343.33	13121.43	7338.78	2005.26	所得税	63.97	207.05	228.27	274.25
其他非流动负债	1930.35	1803.17	1803.17	1803.17	净利润	1974.60	1217.89	1558.33	1865.45
<b>非流动负债合计</b>	<b>21273.68</b>	<b>14924.60</b>	<b>9141.95</b>	<b>3808.43</b>	少数股东损益	118.29	91.91	117.61	140.78
<b>负债合计</b>	<b>32316.55</b>	<b>32363.14</b>	<b>27954.50</b>	<b>23611.90</b>	归属母公司股东净利润	1856.31	1125.97	1440.73	1724.67
股本	11425.31	11425.31	11425.31	11425.31					
资本公积	26942.10	26942.10	26943.10	26945.10	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
留存收益	-15952.67	-14826.70	-13385.97	-11661.31	<b>成长能力</b>				
归属母公司权益	22414.74	23540.71	24982.44	26709.10	营收增长率	3.89%	49.17%	11.75%	9.33%
少数股东权益	1394.17	1486.08	1603.68	1744.47	营业利润增长率	-101.72%	5229.52%	30.69%	26.40%
<b>股东权益合计</b>	<b>23808.90</b>	<b>25026.79</b>	<b>26586.12</b>	<b>28453.57</b>	EBIT 增长率	138.70%	-37.09%	16.14%	14.00%
负债和股东权益合计	56125.45	57389.93	54540.63	52065.47	EBITDA 增长率	98.14%	26.85%	7.55%	6.98%
					归母净利润增长率	300.68%	-39.34%	27.95%	19.71%
					经营现金流增长率	-844.70%	315.53%	-50.23%	7.05%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>盈利能力</b>				
税后经营利润	1974.60	-164.96	100.19	383.99	毛利率	34.93%	29.70%	32.70%	35.80%
折旧与摊销	498.69	2317.01	2349.59	2378.51	净利率	42.01%	17.37%	19.89%	21.77%
财务费用	595.76	232.36	138.12	54.53	营业利润率	-0.36%	12.44%	14.55%	16.82%
投资损失	-47.22	-863.87	-850.73	-825.09	ROE	8.28%	4.78%	5.77%	6.46%
营运资金变动	-6141.31	3687.52	-16.01	-59.54	ROA	3.31%	1.96%	2.64%	3.31%
其他经营现金流	-27.17	1573.91	1654.41	1681.10	ROIC	0.85%	2.84%	4.12%	5.28%
<b>经营性现金净流量</b>	<b>-3146.65</b>	<b>6781.96</b>	<b>3375.56</b>	<b>3613.49</b>	<b>估值倍数</b>				
资本支出	361.42	130.96	5.78	7.78	P/E	24.62	40.59	31.72	26.50
长期投资	-1450.60	0.00	0.00	0.00	P/S	9.72	6.52	5.83	5.33
其他投资现金流	597.60	706.30	654.35	625.51	P/B	2.04	1.94	1.83	1.71
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-1214.42</b>	<b>575.34</b>	<b>648.57</b>	<b>617.73</b>	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
短期借款	-20.04	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	25.63	29.49	23.43	18.71
长期借款	-1198.70	-6221.90	-5782.65	-5333.52	EV/EBITDA	21.55	12.30	10.55	8.98
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/NOPLAT	266.04	52.82	41.01	31.89
资本公积增加	1267.33	0.00	1.00	2.00					
其他筹资现金流	684.62	-265.61	-139.12	-56.53					
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>733.22</b>	<b>-6487.51</b>	<b>-5920.77</b>	<b>-5388.05</b>					
<b>现金流量净额</b>	<b>-3627.85</b>	<b>869.78</b>	<b>-1896.63</b>	<b>-1156.82</b>					

数据来源: iFinD, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---