

海南机场 (600515.SH)

优于大市

上半年归母净利润承压下滑，拟调整公司章程助力未来分红

核心观点

上半年归母净利润处于业绩预告区间内，地产结转和免税承压致收入和利润下滑。上半年，公司实现收入 22.51 亿元/-33.22%；归母净利润 2.89 亿元/-50.35%，处于业绩预告区间 2.7-3.3 亿元内；扣非业绩 1.37 亿元/-71.23%，处于扣非业绩预告区间 1.3-1.8 亿元偏下限。地产项目结转节奏差异（2023Q2 高基数）和免税相关收益下滑，导致公司上半年收入和归母净利润均承压。

上半年估算离岛免税相关收益 1.60 亿元，整体下滑约 38%。2024 年上半年，海南离岛免税销售金额 184.57 亿元，同比下降 29.90%，受此影响，公司免税相关收益同比下滑。1) 海口日月广场免税店租金 0.43 亿元/-26%；2) 美兰机场免税店投资收益 0.01 亿元/-98%；3) 三亚凤凰机场免税店相关收益（含提成租金、提货点租金和免税店投资收益）估算 1.16 亿元/-14%。综合来看，公司免税相关收益 1.60 亿元/-38%，整体承压。

其他业务：地产业务下滑拖累，机场业务和物业管理等业务相对平稳。1) 公司上半年实现地产收入 4.84 亿元/-68.20%，主要系去年同期结转豪宅南苑 C14 项目收入 10.02 亿元导致高基数影响；2) 机场收入 9.46 亿元/-1.05%（三亚机场因航站楼改扩建进行扰动，上半年飞机架次和旅客吞吐量各-9.00%、-3.15%）；物业管理收入 3.58 亿元/+1.42%；商业管理收入 1.04 亿元/-25.71%；其他业务收入 9.60 亿元/-9.77%。

公司拟修改公司章程，有望进一步完善公司分红机制。公司拟修改公司章程，旨在解除上市公司因历史遗留问题导致的分红受限条款（拟修改为最近一年净利润为正即可分红，而非未分配利润为正），进一步完善公司分红机制。

三亚机场三期扩容改造推进，中线有望受益海南自贸港建设。三亚凤凰机场三期扩容工程目前正积极推进中，预计有望 2025 年底完成，客流承载力将提升 30%达到 3000 万人次，且三亚机场三期未来不排除商业面积进一步增加，推出公司机场商业收益提升。同时，作为公司区域综合开发重点打造的项目之一，海口国兴里商业街于 2024 年 6 月 21 日开业，致力于打造海南自贸港都市消费新地标。此外，海南正有序推进封关建设前期工作，国际知名品牌落地及世界级休闲度假区打造有望进一步提升其全球地位。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，伴随海南岛封关建设逐步推进，公司中长线有望直接受益。

风险提示：政策、自贸港建设不及预期，偿债风险，消费复苏不及预期等。

投资建议：考虑今年以来海南免税持续承压情况，我们下修 2024-2026 年每年免税相关收益 1.5-2.1 亿元，兼顾地产去化节奏三亚机场 2024-2025 扩建中客流表现平稳等因素，我们下修公司 2024-2026 年 EPS 至 0.08/0.09/0.11 亿元（此前 2024-2025 年为 0.10/0.13/0.14 亿元），对应动态 PE 为 41/36/30x。作为海南自贸港建设的核心受益标的，伴随海南 2025 年底封关节奏逐步临近，公司在海南的机场、市区内核心物业等稀缺卡位未来中线有望享有一定确定性溢价，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

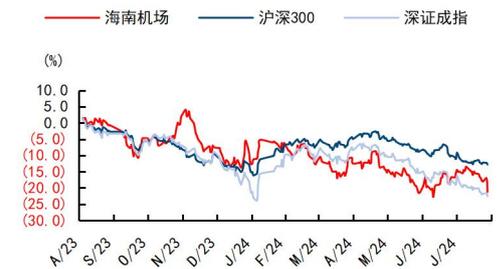
社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003
 证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003
 证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002
 证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn S0980513100003
 证券分析师：杨玉莹 010-88005377 yangyuying@guosen.com.cn S0980524070006

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
 合理估值
 收盘价 3.15 元
 总市值/流通市值 35990/28904 百万元
 52 周最高价/最低价 4.24/3.06 元
 近 3 个月日均成交额 89.91 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) - 主业复苏地产去化，关注后续海南封关进展》——2024-04-24
 《海南机场 (600515.SH) - 单三季度主业延续高景气，海南旅游旺季拉开序幕》——2023-10-30
 《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》——2023-08-23
 《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

盈利预测和财务指标

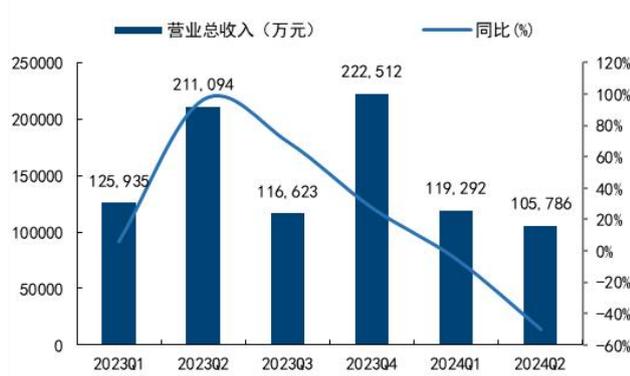
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,701	6,762	6,085	6,546	7,266
(+/-%)	3.9%	43.8%	-10.0%	7.6%	11.0%
净利润(百万元)	1856	953	881	1012	1213
(+/-%)	300.7%	-48.7%	-7.5%	14.8%	19.9%
每股收益(元)	0.16	0.08	0.08	0.09	0.11
EBIT Margin	6.5%	26.3%	24.7%	25.6%	27.5%
净资产收益率 (ROE)	8.3%	4.1%	3.7%	4.1%	4.8%
市盈率 (PE)	19.4	37.8	40.9	35.6	29.7
EV/EBITDA	92.6	29.5	32.7	29.6	25.8
市净率 (PB)	1.61	1.56	1.52	1.47	1.42

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

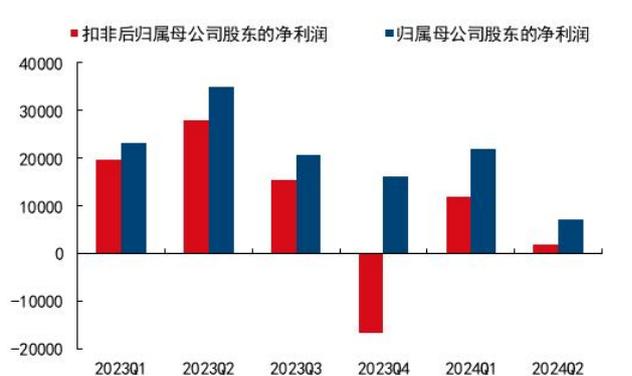
上半年归母净利润处于业绩预告区间内，地产结转和免税承压致收入和利润下滑。上半年，公司实现收入 22.51 亿元/-33.22%；归母净利润 2.89 亿元/-50.35%，处于业绩预告区间 2.7-3.3 亿元内；扣非业绩 1.37 亿元/-71.23%，处于扣非业绩预告区间 1.3-1.8 亿元偏下限。地产项目结转节奏差异（2023Q2 高基数）和免税相关收益下滑，导致公司上半年收入和归母净利润均承压。

图1：海南机场营业收入及增速（单位：万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：海南机场单季归母净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

上半年估算离岛免税相关收益 1.60 亿元，整体下滑约 38%。2024 年上半年，海南离岛免税销售金额 184.57 亿元，同比下降 29.90%，受此影响，公司免税相关收益同比下滑。1) 海口日月广场免税店租金 0.43 亿元/-26%；2) 美兰机场免税店投资收益 0.01 亿元/-98%；3) 三亚凤凰机场免税店相关收益（含提成租金、提货点租金和免税店投资收益）估算 1.16 亿元/-14%。综合来看，公司免税相关收益 1.60 亿元/-38%，整体承压。

表1：海南机场免税贡献

	2022	2023H1	2023	2024H1
日月广场免税租金	0.91	0.58	0.99	0.43
美兰机场免税相关				
参股美兰机场免税店投资收益	0.45	0.63	0.67	0.01
三亚凤凰机场	2.085	1.35	2.4	1.16
三亚机场免税店提成租金	1.39	0.84	1.59	0.88
三亚机场免税店提货点租金	0.63	0.36	0.66	0.19
三亚机场免税参股投资收益	0.07	0.15	0.15	0.09

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

其他业务：地产业务下滑拖累，机场业务和物业管理等业务相对平稳。1) 公司上半年实现地产收入 4.84 亿元/-68.20%，主要系去年同期结转豪庭南苑 C14 项目收入 10.02 亿元导致高基数影响；2) 机场收入 9.46 亿元/-1.05%（三亚机场因航站楼改扩建进行扰动，上半年飞机架次和旅客吞吐量各-9.00%、-3.15%）；物业管理收入 3.58 亿元/+1.42%；商业管理收入 1.04 亿元/-25.71%；其他业务收入 9.60 亿元/-9.77%。

公司拟修改公司章程，有望进一步完善公司分红机制。公司拟修改公司章程，旨在解除上市公司因历史遗留问题导致的分红受限条款（拟修改为最近一年净利润为正即可分红，而非未分配利润为正），进一步完善公司分红机制。

三亚机场三期扩容改造推进，中线有望受益海南自贸港建设。三亚凤凰机场三期扩容工程目前正积极推进中，预计有望 2025 年底完成，客流承载力将提升 30% 达到 3000 万人次，且三亚机场三期未来不排除商业面积进一步增加，推出公司机场商业收益提升。同时，作为公司区域综合开发重点打造的项目之一，海口国兴里商业街于 2024 年 6 月 21 日开业，致力于打造海南自贸港都市消费新地标。此外，海南正有序推进封关建设前期工作，国际知名品牌落子及世界级休闲度假区打造有望进一步提升其全球地位。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，伴随海南岛封关建设逐步推进，公司中长线有望直接受益。

风险提示：政策、自贸港建设不及预期，偿债风险，消费复苏不及预期等。

投资建议：考虑今年以来海南免税持续承压情况，我们下修 2024-2026 年每年免税相关收益 1.5-2.1 亿元，兼顾地产去化节奏三亚机场 2024-2025 扩建中客流表现平稳呢等因素，我们下修公司 2024-2026 年 EPS 至 0.08/0.09/0.11 亿元（此前 2024-2025 年为 0.10/0.13/0.14 亿元），对应动态 PE 为 41/36/30x。作为海南自贸港建设的核心受益标的，伴随海南 2025 年底封关节奏逐步临近，公司在海南的机场、市区内核心物业等稀缺卡位未来中线有望享有一定确定性溢价，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
600515.SH	海南机场	3	360	0.08	0.08	0.09	0.11	38	41	36	30	优于大市
601888.SH	中国中免	60	1,235	3.25	3.74	4.53	5.09	18	16	13	12	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7383	6371	7317	7234	7049	营业收入	4701	6762	6085	6546	7266
应收款项	1892	2111	1917	2062	2289	营业成本	3059	3454	3162	3371	3706
存货净额	12790	11860	10578	11212	12321	营业税金及附加	466	544	487	524	567
其他流动资产	770	887	791	851	945	销售费用	159	204	189	197	203
流动资产合计	24337	22234	21608	22365	23609	管理费用	712	783	746	779	791
固定资产	9687	10843	11415	11932	12408	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	2021	2240	2152	2063	1974	财务费用	596	497	491	483	528
投资性房地产	18037	18689	18689	18689	18689	投资收益	47	136	200	200	200
长期股权投资	2043	1788	1783	1777	1772	资产减值及公允价值变动	160	13	0	0	0
资产总计	56125	55795	55647	56826	58452	其他收入	66	92	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	274	379	500	500	500	营业利润	(17)	1521	1211	1392	1672
应付款项	3416	3905	3526	3737	4107	营业外净收支	2056	(34)	10	10	10
其他流动负债	7352	5240	4753	5028	5443	利润总额	2039	1487	1221	1402	1682
流动负债合计	11043	9524	8779	9265	10050	所得税费用	64	492	305	350	420
长期借款及应付债券	18825	18414	18414	18414	18414	少数股东损益	118	42	35	40	48
其他长期负债	2448	3077	3026	2975	2924	归属于母公司净利润	1856	953	881	1012	1213
长期负债合计	21274	21491	21440	21390	21339	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	32317	31016	30220	30655	31389	净利润	1856	953	881	1012	1213
少数股东权益	1394	1658	1689	1725	1768	资产减值准备	82	(175)	(4)	(2)	(1)
股东权益	22415	23121	23738	24446	25295	折旧摊销	433	496	521	574	615
负债和股东权益总计	56125	55795	55647	56826	58452	公允价值变动损失	(160)	(13)	0	0	0
						财务费用	596	497	491	483	528
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(4578)	(1228)	652	(406)	(696)
每股收益	0.16	0.08	0.08	0.09	0.11	其它	(13)	187	35	37	45
每股红利	0.07	0.06	0.02	0.03	0.03	经营活动现金流	(2380)	221	2085	1216	1175
每股净资产	1.96	2.02	2.08	2.14	2.21	资本开支	0	(1429)	(1001)	(1001)	(1001)
ROIC	-0.60%	2.24%	2%	2%	3%	其它投资现金流	(1502)	498	0	0	0
ROE	8.28%	4.12%	4%	4%	5%	投资活动现金流	(698)	(677)	(995)	(995)	(995)
毛利率	35%	49%	48%	48%	49%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	26%	25%	26%	28%	负债净变化	(1150)	(411)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	34%	33%	34%	36%	支付股利、利息	(761)	(676)	(264)	(303)	(364)
收入增长	4%	44%	-10%	8%	11%	其它融资现金流	3286	1620	121	0	0
净利润增长率	301%	-49%	-8%	15%	20%	融资活动现金流	(538)	(555)	(144)	(303)	(364)
资产负债率	60%	59%	57%	57%	57%	现金净变动	(3615)	(1012)	946	(83)	(185)
股息率	2.1%	1.9%	0.7%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	10998	7383	6371	7317	7234
P/E	19.4	37.8	40.9	35.6	29.7	货币资金的期末余额	7383	6371	7317	7234	7049
P/B	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	企业自由现金流	0	(972)	1298	423	417
EV/EBITDA	92.6	29.5	32.7	29.6	25.8	权益自由现金流	0	237	1051	61	21

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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