

海南机场（600515）

自筹资金控股美兰空港，打造海南自贸港空中门户

增持（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	6,762	4,368	7,234	8,044	8,799
同比（%）	43.84	(35.40)	65.61	11.19	9.38
归母净利润（百万元）	952.78	458.50	681.20	1,016.73	1,372.90
同比（%）	(48.57)	(51.88)	48.57	49.26	35.03
EPS-最新摊薄（元/股）	0.08	0.04	0.06	0.09	0.12
P/E（现价&最新摊薄）	42.09	87.47	58.87	39.44	29.21

投资要点

- **事件：**2025 年 4 月 30 日，海南机场公告拟以自有及/或自筹资金，收购关联方海口美兰国际机场有限责任公司持有的海南美兰国际控股股份有限公司（下称美兰空港）2.375 亿内资股，成为美兰空港的控股股东。
- **通过关联交易方式实现控股。**以自筹方式收购关联方美兰有限持有的美兰空港 2.375 亿内资股，占美兰空港总股本 50.2%，实现对美兰空港控股。内资股交易价格 9.85 元人民币，后续将遵从港交所规定对美兰空港 H 股进行全面收购要约，但仍希望维持美兰空港上市地位，要约价格折合每股 10.62 元港币。该议案仍需提请海南机场股东大会审议。
- **通过控股美兰空港，海南民航上离岛客流变现的整体收入并入海南机场上市公司报表。**海南省 2024 年港口+民航旅客吞吐量共计 6970 万人，其中民航旅客占比 72%，是主要的上离岛路径。2024 年三亚凤凰机场（海南机场全资）旅客吞吐量为 2143 万人，海口美兰机场旅客吞吐量为 2689 万人，两场共计 4832 万吞吐量，加上 99 万博鳌机场（海南机场控股）吞吐量，共同构成海南省民航旅客全年吞吐总量。海南机场通过控股美兰空港，实现海南三机场收入完全并表，打造海南自贸港空中门户。
- **三亚凤凰/海口美兰处于扩产/爬坡周期，想象空间基于自贸港政策展开。**三亚凤凰机场 2024 年完成国际楼改扩建，T3 航站楼由控股股东投入开工；海口美兰机场 T2 航站楼于 2021 年投运后，客流仍在爬坡（2019 年旅客吞吐量 2422 万，2024 较 2019 仅+11%）。两场均处于基础设施投入后的产能爬坡阶段，且债务负担相对重，后续随自贸港客流加速成长，及债务减负，有望形成可持续的营收和利润增长。
- **盈利预测与投资评级：**海南机场融入海南国资后开启高质量发展，打造自贸港空中门户，有望持续享受海南赴岛游的繁荣及未来自贸港政策红利。基于房地产和免税商业业务承压及并表美兰空港，下调海南机场盈利预测，2025/2026 年归母净利润分别为 6.8/10.2 亿元（前值为 10.9/12.1 亿元），新增 2027 年盈利预期 13.7 亿元，对应 2025-2027 年 PE 估值为 59/39/29 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济风险、海南自贸港建设进度不及预期的风险等。

2025 年 05 月 06 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书：S0600123070017

wanglj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.51
一年最低/最高价	2.96/4.37
市净率(倍)	1.69
流通 A 股市值(百万元)	32,207.80
总市值(百万元)	40,102.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.08
资产负债率(%，LF)	51.19
总股本(百万股)	11,425.31
流通 A 股(百万股)	9,176.01

相关研究

《海南机场(600515)：2024 半年报点评：业绩符合预告区间，地产和免税销售承压》

2024-08-27

《海南机场(600515)：2024 一季报点评：业绩低于预期，赴岛游维持高景气》

2024-04-30

海南机场三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	21,001	26,290	26,276	29,141	营业总收入	4,368	7,234	8,044	8,799
货币资金及交易性金融资产	4,989	7,304	8,687	8,288	营业成本(含金融类)	2,565	4,779	5,037	5,316
经营性应收款项	1,199	1,732	1,103	1,800	税金及附加	324	359	401	437
存货	13,797	15,396	15,365	17,099	销售费用	178	198	221	241
合同资产	0	0	0	0	管理费用	744	854	854	854
其他流动资产	1,015	1,858	1,121	1,953	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	32,690	35,834	36,135	36,240	财务费用	418	447	491	412
长期股权投资	1,694	1,694	1,694	1,694	加:其他收益	137	86	146	206
固定资产及使用权资产	11,261	12,234	12,755	13,091	投资净收益	258	248	248	248
在建工程	1,178	871	548	419	公允价值变动	(90)	0	0	0
无形资产	2,232	2,372	2,507	2,437	减值损失	(54)	(15)	(15)	(15)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	25	2	2	2
长期待摊费用	18	16	14	12	营业利润	415	919	1,422	1,980
其他非流动资产	16,308	18,647	18,617	18,587	营业外净收支	10	10	10	10
资产总计	53,691	62,124	62,410	65,381	利润总额	425	929	1,432	1,990
流动负债	10,704	13,396	13,016	14,845	减:所得税	(13)	139	215	299
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,699	2,699	2,699	2,699	净利润	438	790	1,217	1,692
经营性应付款项	3,905	5,274	4,436	5,819	减:少数股东损益	(21)	109	200	319
合同负债	221	411	433	457	归属母公司净利润	459	681	1,017	1,373
其他流动负债	3,879	5,013	5,448	5,870	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.04	0.06	0.09	0.12
非流动负债	17,310	22,260	21,710	21,160	EBIT	650	1,136	1,682	2,162
长期借款	14,327	19,227	18,627	18,027	EBITDA	1,348	1,680	2,199	2,675
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.27	33.94	37.38	39.59
租赁负债	1,095	1,145	1,195	1,245	归母净利率(%)	10.50	9.42	12.64	15.60
其他非流动负债	1,888	1,888	1,888	1,888	收入增长率(%)	(35.40)	65.61	11.19	9.38
负债合计	28,013	35,656	34,726	36,005	归母净利润增长率(%)	(51.88)	48.57	49.26	35.03
归属母公司股东权益	23,519	24,200	25,217	26,590					
少数股东权益	2,159	2,267	2,467	2,786					
所有者权益合计	25,678	26,468	27,685	29,376					
负债和股东权益	53,691	62,124	62,410	65,381					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	(782)	1,414	3,189	1,188	每股净资产(元)	2.06	2.12	2.21	2.33
投资活动现金流	(909)	(3,427)	(558)	(358)	最新发行在外股份(百万股)	11,425	11,425	11,425	11,425
筹资活动现金流	(334)	4,328	(1,248)	(1,229)	ROIC(%)	1.51	2.07	2.87	3.62
现金净增加额	(2,025)	2,315	1,383	(399)	ROE-摊薄(%)	1.95	2.81	4.03	5.16
折旧和摊销	698	544	517	513	资产负债率(%)	52.17	57.40	55.64	55.07
资本开支	(581)	(1,338)	(838)	(638)	P/E(现价&最新股本摊薄)	87.47	58.87	39.44	29.21
营运资本变动	(2,409)	(297)	1,002	(1,450)	P/B(现价)	1.71	1.66	1.59	1.51

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>