

方正证券研究所证券研究报告

瑞港集团 (0357.HK)

公司研究

交通运输行业

公司深度报告

2018.12.11/推荐(首次)

分析师 许可
 执业证书编号: S1220518090001
 TEL: 13823298608
 E-mail: xuke0@foundersec.com

联系人: 李跃森
 TEL: 18503093683
 E-mail: liyuesen@foundersec.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

1. 二期工程即将落成, 推动航空收入持续高增长

公司尚处于成长早期, 17年旅客吞吐量增速 20.11%, 位列国内主要机场首位。目前产能已经逐渐趋于饱和, 单跑道、单航站楼难以长期满足机场旅客量高速增长。二期工程于明年 10 月投产之后, 产能得以释放, 时刻大概率同步调增, 届时航空收入有望持续保持 20%左右的高增速。

2. 产能释放叠加政策放松, 助力打开非航增长空间

离岛免税政策再次调整, 免税种类、限购金额及限购次数多方面政策较以前都有大幅放松。受携带不便及边际消费意愿递减影响, 免税政策对免税特许经营收入的利好主要通过拉动购物总人次传导。参考以往调整案例, 购物总人次增速会在政策放松后进一步提高至 30%以上。而购物人次受旅客总量限制, 明年二期工程落成, 释放产能同时, 购物人次的增长空间也将进一步打开。

3. 低成本大额度融资, 缓解成长期资金面紧张

公司拟议 8 元/股定向增发内资股, 母公司和海航基础分别认购 4.4 亿股和 0.5 亿股, 除去收购一期跑道 15.2 亿元, 约募得现金 24 亿元。拟发行不超过 2 亿新 H 股, 预计募集现金 11.46 亿元。总可募得现金 35.46 亿元。此外, 借入 20 年长期贷款 39 亿元现金。内资股以高于市场价增发, 大额银行贷款直至 2022 年才需偿还利息, 融资成本较低。不仅公司成长期因巨额开支造成的资金面紧张得以缓解, 同时也不至于大幅增加财务费用影响业绩。

投资建议: 预计公司 2018-2020 年实现营业总收入分别为 18.08 亿元、20.72 亿元、25.59 亿元, 同比增长 22.98%、14.65%、23.48%; 归母净利润分别为 6.12 亿元、7.10 亿元、9.40 亿元, 同比增长 26.40%、15.97%、32.42%; 对应 PE 分别为 13.02、11.23、8.48。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 民航补贴转股本导致退市; 控总量政策制约旅客量增长; 宏观经济波动影响免税消费

盈利预测:

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1469.86	1807.61	2072.48	2559.15
(+/-) (%)	21.61	22.98	14.65	23.48
归母净利润	484.09	611.89	709.61	939.70
(+/-) (%)	22.25	26.40	15.97	32.42
EPS(元)	1.02	0.53	0.61	0.81
P/E	6.72	13.02	11.23	8.48

数据来源: wind 方正证券研究所

目录

1	机场领域后起之秀，离岛免税得天独厚	4
1.1	机场行业的后起之秀	4
1.2	全国独有的离岛免税	5
1.3	多领域领先获社会认可	5
1.4	公司业绩稳健增长，盈利水平维持高位	6
2	航空收入高速提升，二期工程落成有望释放产能	7
2.1	处于生命周期中成长阶段，旅客吞吐量增速突破 20%	7
2.2	经营业绩拉动航空收入迅速提升	7
2.3	二期工程即将落成，产能提升有望带动业绩再次提速至 20%	8
3	离岛免税政策调整，助力打开非航收入成长空间	9
3.1	非航收入迅速增长，公司离岛免税优势突出	9
3.2	海南再获政策扶持，离岛免税政策放宽标准	10
3.3	政策利好叠加产能释放增厚非航业绩	10
4	机场处高速发展期，各类支出逐步攀升	12
4.1	薪酬标准提升，新建产能投放导致营业成本波动上升	12
4.2	薪资标准调整到位，预计人力成本增速将放缓	12
4.3	巨额资本开支，折旧与财务费用平滑上升	12
5	多项股权融资，缓解资金面紧张	14
6	民航发展基金返还政策调整，产生负面影响有限	16
7	盈利预测与估值	16
7.1	主要假设	16
7.2	分业务收入预测	18
7.3	营业成本（包括销售、管理费用）预测	18
8	可比公司估值	19
9	风险提示	19

图表目录

图表 1:	美兰机场与八大区域枢纽、十二家干线机场基建情况对比.....	4
图表 2:	机场基建示意图.....	4
图表 3:	公司股权结构.....	5
图表 4:	美兰机场免税面积在上市机场中居首位.....	5
图表 5:	海免集团 6.6 免税节部分商品折扣一览.....	5
图表 6:	公司各领域所获荣誉情况.....	6
图表 7:	公司近年业绩波动上升.....	6
图表 8:	公司毛利、净利率持续处于高位.....	6
图表 9:	非航收入占比逐渐提升.....	6
图表 10:	公司旅客吞吐量增速提升至 20% 以上.....	7
图表 11:	公司飞机起降架次及增速持续提升.....	7
图表 12:	航空收入（去除补贴）高速增长.....	7
图表 13:	公司航空性收入各构成部分保持稳定.....	7
图表 14:	2017 年上市机场单跑道旅客吞吐量对比.....	8
图表 15:	2017 年上市机场航站楼负荷对比.....	8
图表 16:	主要机场时刻容量调整原因.....	8
图表 17:	上海机场产能时刻扩容后业绩有所提升.....	9
图表 18:	白云机场产能时刻扩容后业绩有所提升.....	9
图表 19:	公司非航收入增速波动上升.....	9
图表 20:	特许经营收入占比持续上涨.....	9
图表 21:	特许经营收入增速高于其他项目.....	10
图表 22:	免税特许经营收入增速高于其他项目.....	10
图表 23:	海南离岛免税政策逐步放宽.....	11
图表 24:	免税政策调整促进销售额上涨.....	11
图表 25:	免税销售额上涨主要由购物人次带动.....	11
图表 26:	旅客中购物人数占比不断提升.....	11
图表 27:	公司近年成本增速波动上升.....	12
图表 28:	人力、折旧占比稳定于 50%-60% 之间.....	12
图表 29:	公司员工人数上涨趋势终止.....	12
图表 30:	公司人工成本达到行业平均水准.....	12
图表 31:	二期扩建工程资金来源.....	13
图表 32:	公司历年在建工程详细情况.....	13
图表 33:	公司目前主要负债情况.....	14
图表 34:	母公司、海航基础认购内资股情况.....	14
图表 35:	募集所得款用途.....	15
图表 36:	定向增发后，股权结构变化情况.....	15
图表 37:	民航发展基金返还占利润比开始下滑.....	16
图表 38:	航空性业务预测表.....	17
图表 39:	免税业务预测表.....	17
图表 40:	分业务收入预测.....	18
图表 41:	营业成本（包括销售、管理费用）预测.....	18
图表 42:	可比公司估值.....	19

1 机场领域后起之秀，离岛免税得天独厚

1.1 机场行业的后起之秀

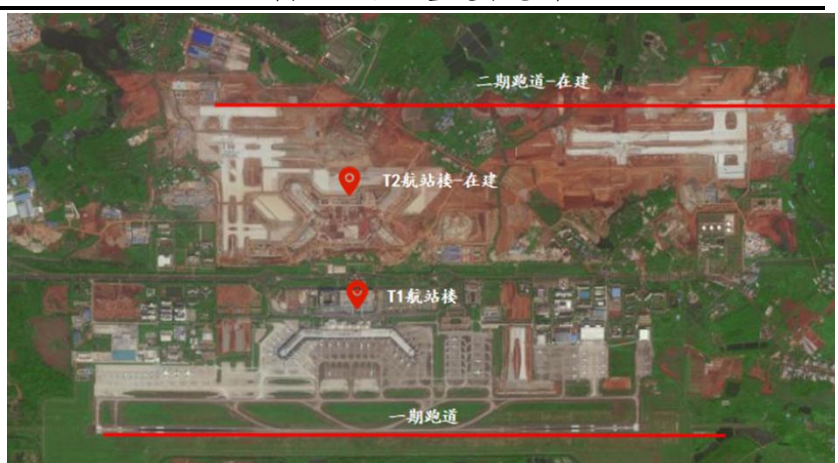
处于成长期的干线机场，控股股东系海口美兰国际机场。美兰国际机场于 1999 年正式通航，位于海南省省会海口市的东南角，属于国家重要干线机场之中的后起之秀。飞行区等级是 4E，目前拥有一条长 3600 米，宽 45 米，可满足大型飞机全重起降的跑道；一座 15 万平方米的航站楼；78 个站坪机位，总面积共达 79 万平方米。从基建情况来看，美兰机场相较全国十数家干线机场、区域枢纽仍处于发展早期。

图表1：美兰机场与八大区域枢纽、十二家干线机场基建情况对比

	美兰机场	其他机场均值
跑道数量	1	1.86
航站楼数量	1	1.95
航站楼面积 (万平方米)	15	40.49
站坪机位数量	78	137.20

资料来源：公司官网，方正证券研究所

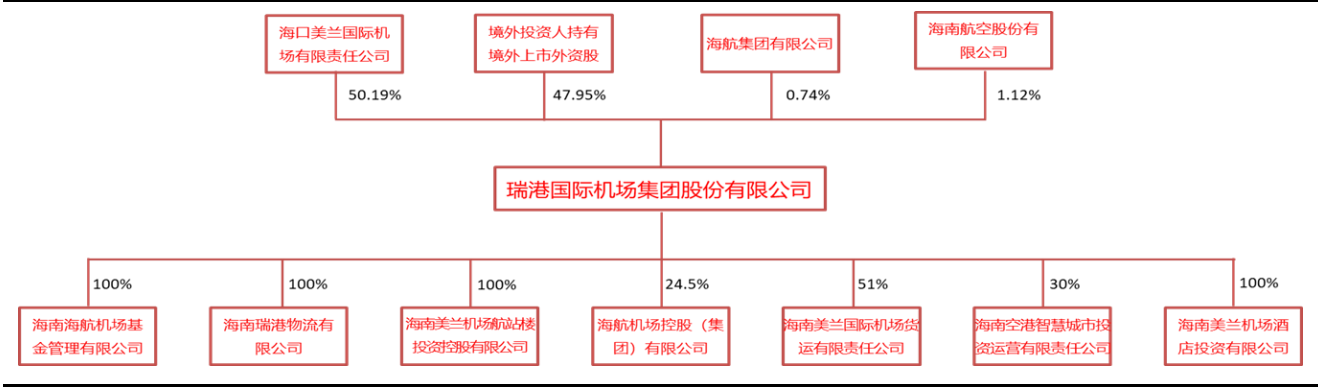
图表2：机场基建示意图



资料来源：百度地图，方正证券研究所

登陆 H 股，筹资加码机场建设。瑞港国际机场集团股份有限公司成立于 2000 年 12 月 28 日；于 2002 年 11 月 18 日发行 H 股并在联交所主板上市，以 3.78 港币每股的价格发行了 2.26 亿股，募集资金 8.54 亿港币。公司控股股东为海口美兰国际机场；于 2003 年 11 月 6 日，经中国商务部批准，成为一家外商投资股份有限公司；于 2015 年 3 月 2 日起正式由“海南美兰国际机场股份有限公司”更名为“海航基础股份有限公司”；于 2018 年 8 月 9 日起正式由“海航基础股份有限公司”更名为“瑞港国际机场集团股份有限公司”。

图表3： 公司股权结构



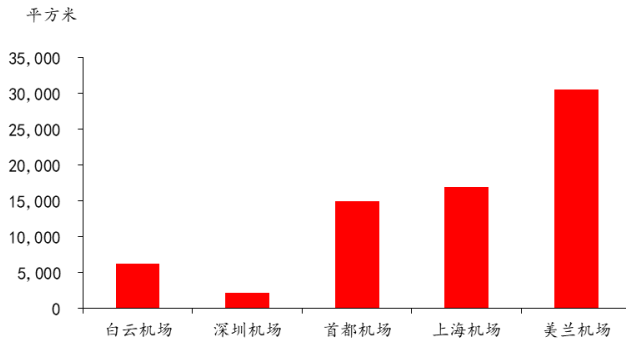
资料来源：公司公告，方正证券研究所

1.2 全国独有的离岛免税

全国唯海南推行离岛免税，美兰机场免税由海免集团运营，价格多为专柜的 7 折。美兰机场在免税店经营方面有其得天独厚的优势。2011 年美兰机场成为国内首家拥有离岛免税店的机场。与其他机场的离境免税店不同，离岛免税店无需出境，只需乘飞机或者火车离岛即可购买。无需出境即可享受免税折扣，这种便利较之一般机场对消费者更具吸引力。

美兰机场免税经营面积居于上市机场中首位。免税经营面积达 3.05 万平方米，经营 38 类免税商品，覆盖 400 余家国际知名品牌。

图表4： 美兰机场免税面积在上市机场中居首位



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表5： 海免集团 6.6 免税节部分商品折扣一览

商品名	原价	折扣价
海蓝之谜精粹水 150ml	825.00	603.00
海蓝之谜精粹面霜 100ml	3225.00	2469.00
娇兰蜂姿日晚霜套装	1864.00	1417.00
雪花秀雨润睡眠面膜	465.00	363.00
后天气丹水乳套装	1525.00	1119.00
后密贴精华套装	960.00	722.60

资料来源：小红书，方正证券研究所

1.3 多领域领先获社会认可

此外，在安全运营、品牌建设和智慧机场建设方面，美兰机场同样做出不小成就，获得了社会认可。

图表6: 公司各领域所获荣誉情况

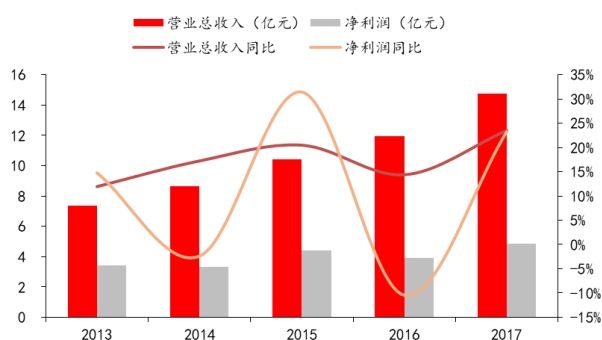
时间	授予荣誉
安全运营	2014 通过国际机场协会卓越安全机场认证 (APEX) 审核, 国内第二家 国务院授予全国“安全生产月优秀活动单位”荣誉称号
	2015 国务院授予全国“安全生产月优秀活动单位”荣誉称号
品牌建设	2017 国内首家 (除港澳台地区) “SKYTRAX 五星级机场” 荣膺“2016 年度全球最佳机场 1500-2500 万规模组 ASQ 第一名”
	2018 荣获 SKYTRAX 中国最佳区域机场奖 (BESTREGIONALAIRPORT - CHINA)
智慧机场	2015 荣获国际航协 IATA 快速旅行项目“金色标识”认证, 成为国内获此认证的三家机场之一
绿色环保	2013 荣获世界环保最高荣誉“碳金奖”的“中国绿效企业最佳典范”单项奖
	2016 荣获第六届机场建设发展国际峰会“绿色高效机场奖”

资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

1.4 公司业绩稳健增长, 盈利水平维持高位

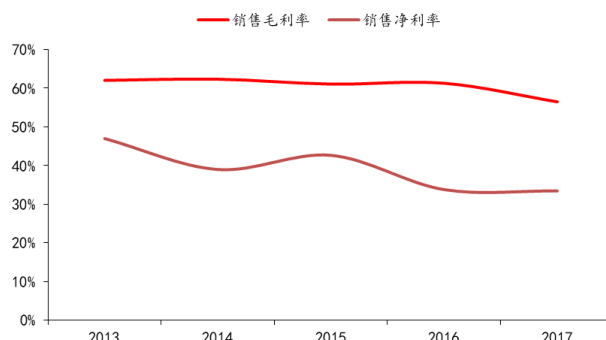
14 年职工薪酬标准提升, 新国际航站楼投产; 16 年西指廊及附属设备设施投入使用, 导致公司毛利率和净利率有所下滑, 净利润同比增速放缓。这属于成长期机场的正常情况, 因产能陆续投放导致的业绩正常波动。但公司净利率仍在 30% 以上, 持续处于高位。

图表7: 公司近年业绩波动上升



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

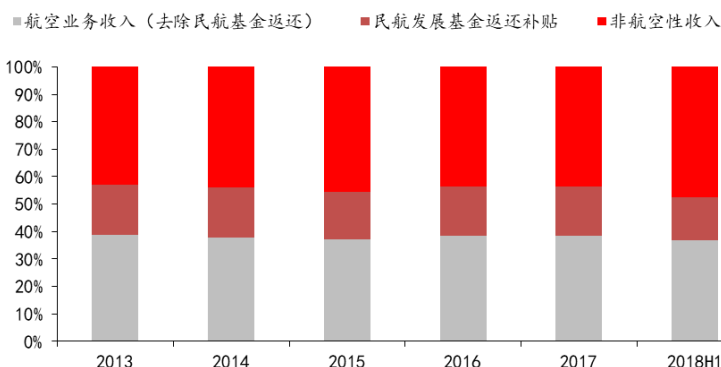
图表8: 公司毛利、净利率持续处于高位



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

公司航空、非航业务收入各自占比稳定于 50%-60%。2018H1 非航业务收入占比显著提升, 民航发展基金返还占比开始下降。

图表9: 非航收入占比逐渐提升



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

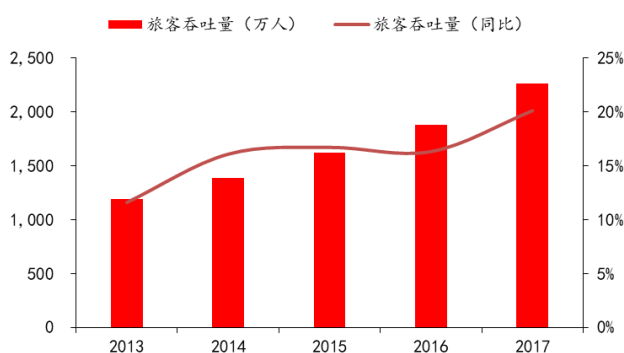
2 航空收入高速提升，二期工程落成有望释放产能

2.1 处于生命周期中成长阶段，旅客吞吐量增速突破 20%

根据机场生命周期理论，美兰机场尚处于成长期。2017 年实现旅客吞吐量 2258.49 万，尚未到达吞吐量 5000—6000 万拐点，处于加速增长期。2017 年旅客吞吐量同比增长 20.11%，增速位居国内上市机场首位。飞机起降架次同比增长 17.43%，增速同样处于高位。

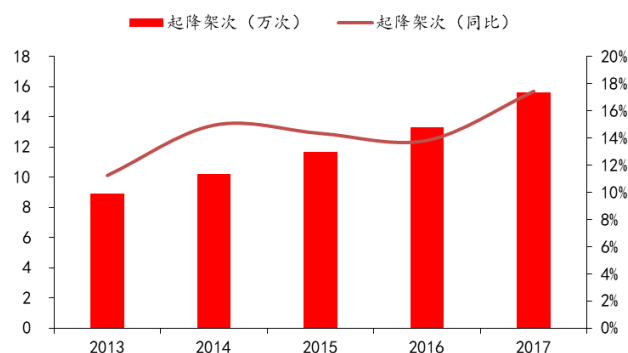
2011 年离岛免税政策颁行，叠加美兰机场处于成长早期。2013 年至今，无论是旅客吞吐量增速或是起降架次均保持 10% 以上增速，且增速从 10% 逐步攀升到 20% 左右。旅客吞吐量 4 年 CAGR 达到 17.29%，起降架次 4 年 CAGR 达到 15.12%。近两年旅客吞吐量增速高于起降架次增速是因为机场一期工程接待能力趋于饱和，大机型占比增至 5%。

图表10： 公司旅客吞吐量增速提升至 20% 以上



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表11： 公司飞机起降架次及增速持续提升

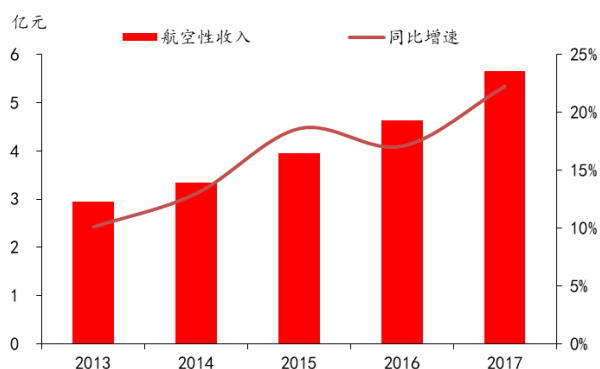


资料来源：公司公告，方正证券研究所

2.2 经营业绩拉动航空收入迅速提升

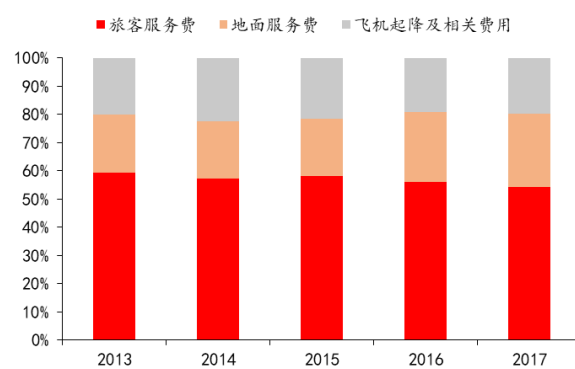
受益于旅客量、起降架次高增速，航空性收入同步快速提升。公司航空性收入（去除民航发展基金返还）增速与旅客量增速保持了很好的一致性，增速逐年提升，由 2013 年 10.10% 增长至 2017 年 22.25%，4 年 CAGR 达到 17.68%。航空性收入各组成部分占比历年来保持稳定，未有明显变化。在总营收中，航空性收入（去除民航发展基金返还）占比多年来稳定于 47% 左右。

图表12： 航空收入（去除补贴）高速增长



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表13： 公司航空性收入各构成部分保持稳定

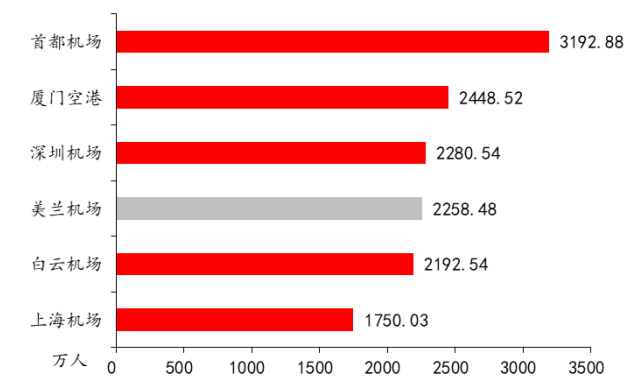


资料来源：公司公告，方正证券研究所

2.3 二期工程即将落成，产能提升有望带动业绩再次提速至 20%

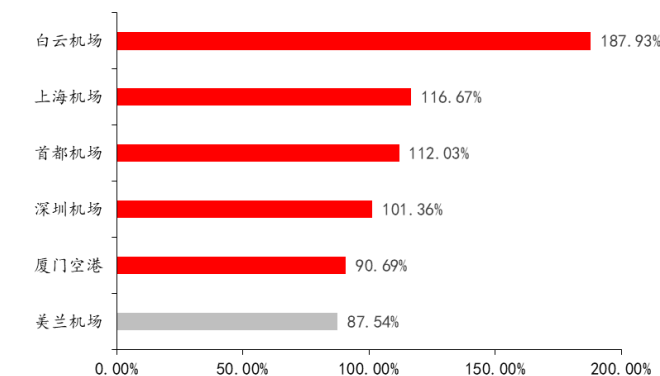
目前美兰机场产能趋于饱和。首先，近年来机场主动要求航司提高大型机占比，主要原因是产能趋于饱和；其次，对比单跑道旅客吞吐量与航站楼负荷，美兰机场与成熟期机场负荷量相差不大。虽然目前单跑道，单航站楼足够运转，但显然难以长期满足高达 20% 的旅客量增速。

图表14： 2017年上市机场单跑道旅客吞吐量对比



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表15： 2017年上市机场航站楼负荷对比



资料来源：公司公告，方正证券研究所

二期扩建项目即将落成，于 2019 年 10 月投产。届时美兰机场将新增一条 3600 米长的跑道、2 条平行滑行道、29.6 万平方米的 T2 航站楼、61 个机位站坪和 GTC 综合交通枢纽。

产能释放往往伴随时刻调增。影响时刻容量的因素复杂多样，但决定性的因素是跑道，新跑道的投产一般意味着时刻容量的调增。参照其他机场的时刻调增案例，时刻调增无一不是因为跑道运力释放。**官方批复时刻 30，实际按连续三个小时航班编排量不能超过 85 架次执行。合理推断，未来时刻会大幅提升，理论上存在翻倍的可能。**

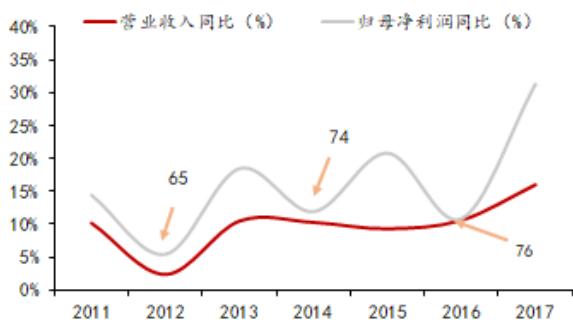
图表16： 主要机场时刻容量调整原因

机场	最后一次调增	调增原因
深圳机场	2017 年	2015 年 11 月 12 日起，深圳机场由于跑道运行能力提升，开始执行两起一降，时刻容量提升至 55 架次，但暂缓执行。2017 年时刻容量开始按 51 架次执行。
上海机场	2016 年	浦东机场第四跑道利用率提升、T1 航站楼改造工程于 2016 年上半年全面投入使用、持续受益虹桥需求溢出。
白云机场	2016 年 3 月	第三条跑道运能释放，9-11 月白云机场的航班正常放行率都在 80% 以上，大幅高于民航局规定的 75% 的标准。
首都机场	2011 年 11 月	新跑道和航站楼投产后，地面保障能力逐步提升

资料来源：公司官网，方正证券研究所

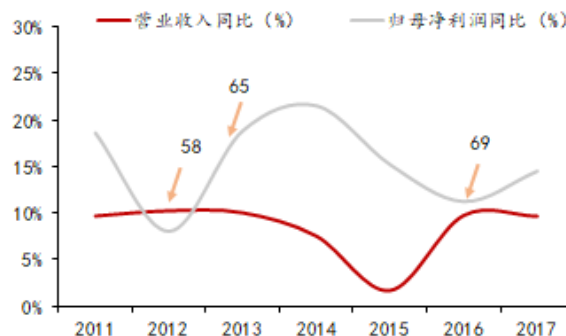
产能、时刻双扩容带来业绩提升，帮助美兰机场迅速渡过成长期。考虑到美兰机场过去领先全国的旅客量增速，以及未来海南在国家开放战略中扮演的重要地位，美兰机场航空业务需求端依然会保持旺盛的态势。参考同样拥有旺盛航空性需求的上海、白云机场在产能、时刻扩容之后的结果。上海、白云机场均在时刻扩容的后一年，业绩增速有显著的提升。合理推测，明年 10 月二期工程投产之后，2020 年美兰机场旅客量、业绩增速都会进一步提升至 20%。

图表17: 上海机场产能时刻扩容后业绩有所提升



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表18: 白云机场产能时刻扩容后业绩有所提升



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

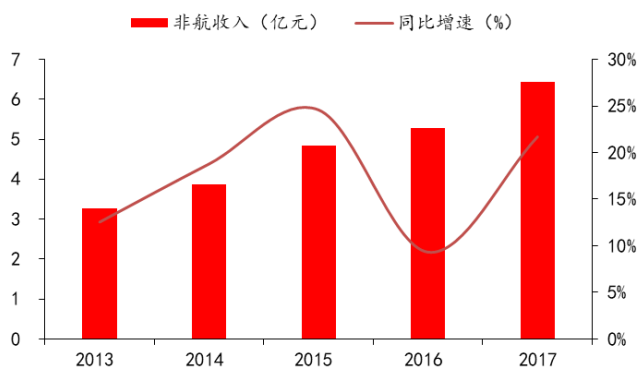
3 离岛免税政策调整, 助力打开非航收入成长空间

3.1 非航收入迅速增长, 公司离岛免税优势突出

免税拉动非航收入高速增长, 非航收入中免税占比持续提升。美兰机场的非航收入主要由特许经营收入、货运包装收入、租金、贵宾室和停车场收入构成。其中特许经营收入由免税和广告, 两项收入组成。受益于独有的离岛免税优势, 美兰机场得以在国际旅客占比并不高的情况下, 同样实现了非航收入快速增长。公司非航收入4年CAGR达到18%, 增速不逊于航空性收入。

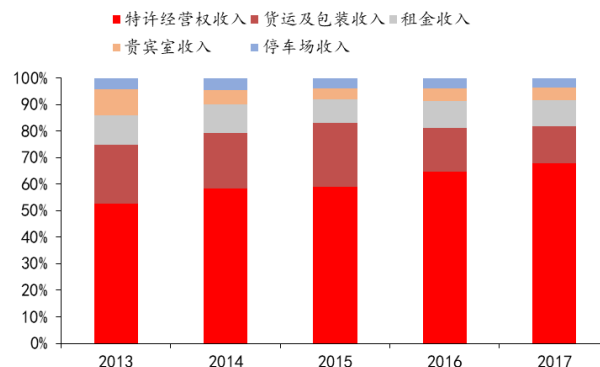
美兰机场非航收入的高增速主要由特许经营拉动, 而特许经营收入高增速由免税拉动。在非航收入中, 增速稳定且处于高位的是租金收入和特许经营收入。租金收入在2017年增速达到23.74%, 主要源于站前综合体的投入使用, 而且站前综合体还没有完全启动, 未来陆续的开放预期会持续增厚租金收入。特许经营收入占比从2013年的52.52%逐年提升到2017年的67.96%。在各项细分科目中, 增速稳定保持在20%-40%, 且居于前列。非航收入高增速一方面由于签订新广告合同, 金额由4000万涨至8000万。更主要是因为免税的高速增长, 除2016年以外, 免税收入增速一直高于特许经营收入增速。一般而言, 机场免税收入的增长主要由国际旅客拉动。原因不言而喻, 除了国际旅客天然较高的消费能力和消费倾向外, 免税店只有出境旅客才能接触到。美兰机场则不然, 其特有的离岛免税政策, 使其即使国际旅客占比仅有5%时, 免税收入依然能够快速增长。

图表19: 公司非航收入增速波动上升



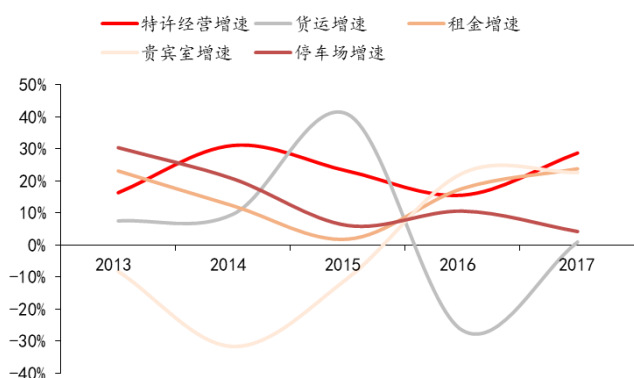
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表20: 特许经营收入占比持续上涨



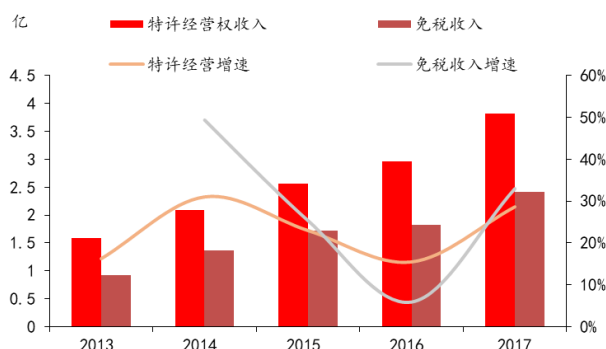
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表21: 特许经营收入增速高于其他项目



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表22: 免税特许经营收入增速高于其他项目



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

3.2 海南再获政策支持, 离岛免税政策放宽标准

海南离岛免税政策调整, 政策红利再度释放。之前首届中国国际进口博览会上, 中央曾强调, 需抓紧研究提出海南分步骤、分阶段建设自由贸易港政策和制度体系。预示着将会有重磅政策推出。紧接着于11月28日对离岛免税政策做出调整, 主要变动如下:

第一、岛内岛外居民旅客一视同仁, 免税购物次数不受限制。

第二、离岛旅客每人每年累计购物限额从1.6万元增至3万元。

第三、离岛免税商品清单中增加部分家用医疗器械, 如视力训练仪、矫形固定器械、家用呼吸支持设备等, 每人限购2次。

做出调整后的离岛免税政策对消费者而言变得更加开放便利, 消费限额提高、免税品类增多有利于吸引更多高端消费者回流, 直接帮助提升免税运行商的客单价和转化率, 大幅提升免税业绩。在这种情况下, 美兰机场间接受益。扣点率即使不变的情况下, 免税收入也有望再上一个台阶。

3.3 政策利好叠加产能释放增厚非航业绩

限购额度、次数放开推动购买总人数上升。受携带不便, 边际消费意愿递减等因素影响, 离岛免税政策调整对销售额的影响主要通过购买总人次传导。

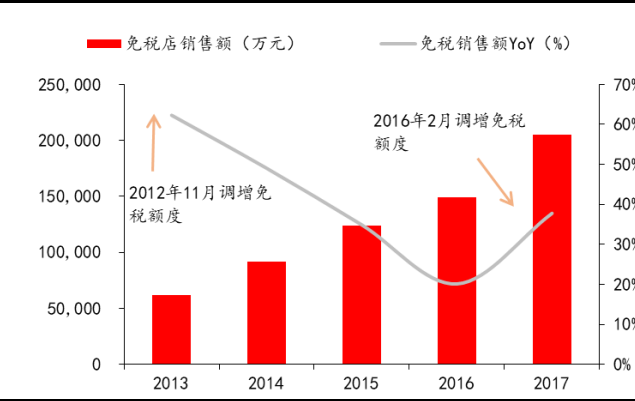
海南离岛免税自2008年提出构想, 2011年4月开始执行, 至2018年11月最近一次调整, 中间发生调整6次。其中关于免税种类、免税额度、购买频次的重要调整共发生4次。其中2012年和2016年调整的幅度较大, 并与此次调整非常相似。从美兰机场免税销售额情况来看, 每次重大调整后一年, 免税销售额增速都会迅速提升, 2013年和2017年免税额增速分别达到62.28%和37.78%。将销售额拆分为购物人次和人均消费来看, 销售额的高增速主要受购物人次而非人均销售额增加拉动, 如2017年购物人次增速迅速攀升至39.24%, 人均销售额基本与上年持平。

图表23: 海南离岛免税政策逐步放宽

时间	政策	文件	免税种类	免税额度(元)	购买频次
2011年 4月20日	离岛免税开始执行	《财政部关于海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	18类	5,000	非岛内每人每年2次, 岛内居民最多1次
2012年 11月1日		《财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	21类	8,000	
2015年 3月20日	政策放宽	《财政部关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	38类		放宽了香化、手表、服饰等10种热销商品单次购买数量限制
2016年 2月1日		《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》		16,000	非岛内居民旅客取消购物次数限制

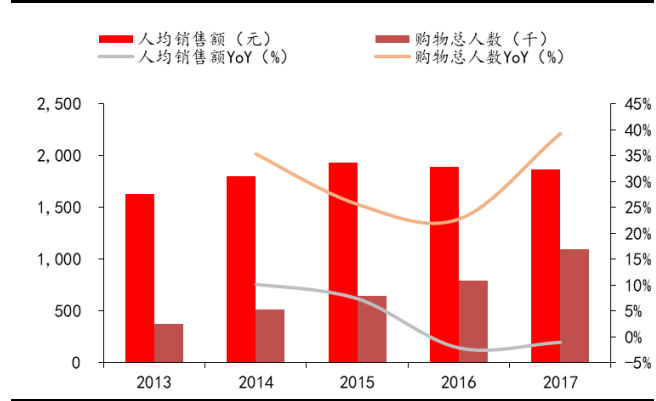
资料来源: 国务院、财政部、海南省人民政府网, 方正证券研究所

图表24: 免税政策调整促进销售额上涨



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

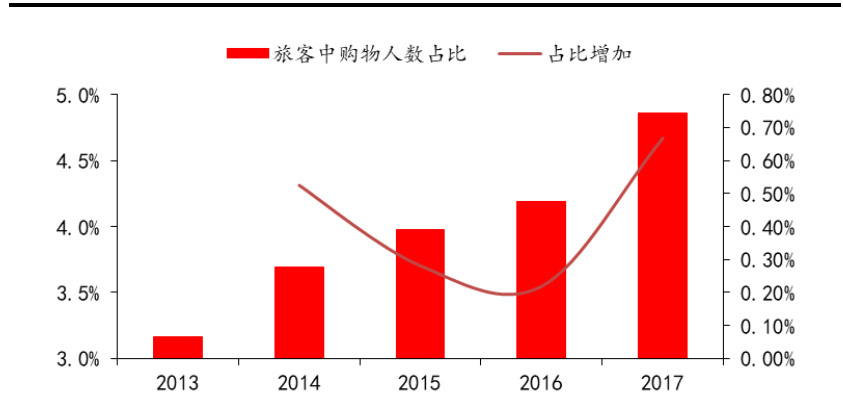
图表25: 免税销售额上涨主要由购物人次带动



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

政策调整、产能放开双因素叠加增厚非航业绩。产能扩容提升旅客总量, 政策调整提升购买人次占旅客总量比, 双因素共振, 提升免税特许经营收入。

图表26: 旅客中购物人数占比不断提升



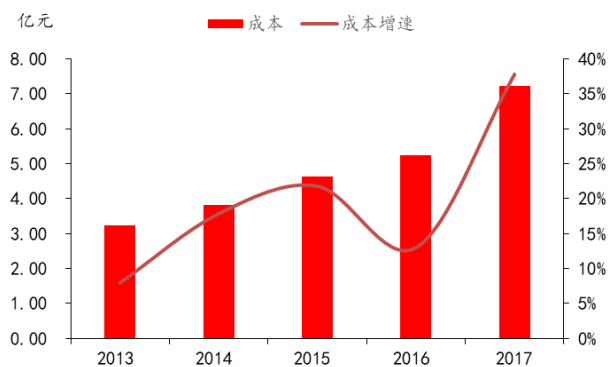
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

4 机场处高速发展期，各类支出逐步攀升

4.1 薪酬标准提升，新建产能投放导致营业成本波动上升

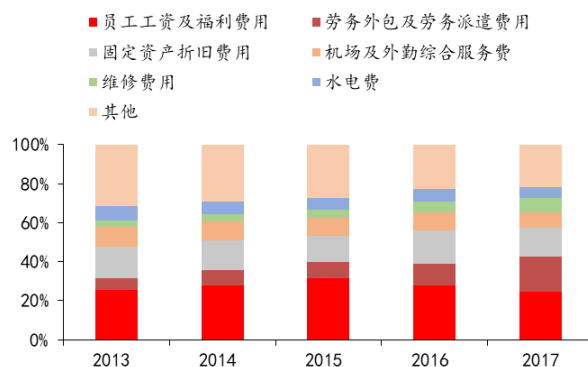
职工薪酬标准提高，西指廊的投入使用是 2014 年-2017 年营业成本波动上升的主要原因。从成本构成来看，员工工资、劳务外包与固定资产折旧的占比同样逐步攀升。

图表27： 公司近年成本增速波动上升



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表28： 人力、折旧占比稳定于 50%-60%之间



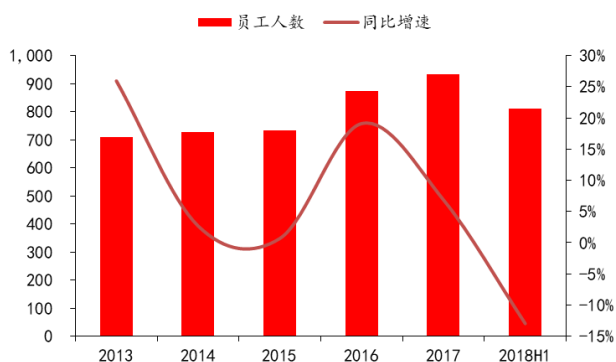
资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.2 薪资标准调整到位，预计人力成本增速将放缓

美兰机场曾多次上调员工薪资标准，目前已达到机场上市公司正常水平。首都、白云机场因为历史遗留问题致使单位人力成本偏高，除去这两家机场后进行横向对比，美兰机场平均人工成本已经调整至合理区间。截止 2017 年底，美兰机场平均人工成本约 16.85 万元，与上海机场、深圳机场相差不多。所以可以做出判断，未来单位人工成本持续稳定在 17-20 万元/人左右。

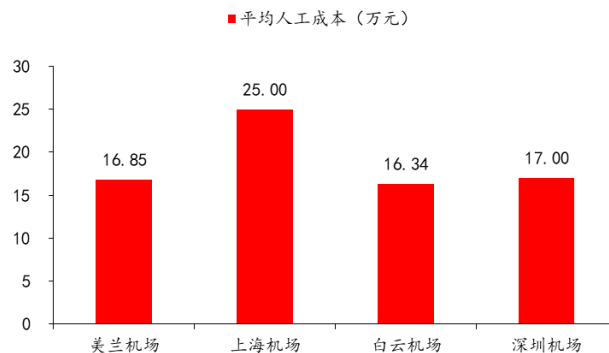
此外，公司加大员工绩效考核力度，根据员工绩效考核进行优胜劣汰，所以在 2018 上半年裁员 112 人。综合考虑，二期扩建之前人工成本投入增速将放缓至 10% 以下。

图表29： 公司员工人数上涨趋势终止



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表30： 公司人工成本达到行业平均水准



资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.3 巨额资本开支，折旧与财务费用平滑上升

二期工程预计于 2019 年 10 月投产，上市公司预计将提供人民币 71.58 亿元参与此工程的建设。巨额资本开支仅自有资金难以承担，研究源于数据 12 研究创造价值

二期工程投入的 71.58 亿元资金中，负债融资至少 48.5 亿元，占比 67.76%。

由此给公司业绩带来的影响主要有：第一，在建工程投产导致当年固定资产折旧费用大幅上涨，加大业绩波动程度；第二，借用外部资金提升财务费用支出。

图表31：二期扩建工程资金来源

融资方式	发行时间	借款金额	备注
资产支持计划	2015年7月2日	11亿 (9.5亿用于建设)	抵押公司航空服务经营收入权利，由信托成立资产证券化安排。2018年6月30日已全部偿还。
借款	2018年2月1日	39亿	国开行、工商银行与农业银行海南分行出借。
非公开发行债券 自有资金		30亿	尚未发行

资料来源：公司公告，方正证券研究所

固定资产折旧与财务费用增加的幅度有限。从工程进度来看，截止 2018 年 6 月 30 日，仅二期扩建工程金额为 10.23 亿元，除二期扩建工程以外并无其他项目。2019 年 10 月投产，预计 40 年折旧期，11 月开始计算折旧，只会对 2019 年业绩造成 2958 万元左右的负面影响。

图表32：公司历年在建工程详细情况

单位：百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
航显示屏改造	1.41			1656.27		
航站楼塔帽	1.16	1.36				
交通管理及监控系统	1.07					
西指廊扩建（冷水机组及配件）						
设备运行监控系统	0.80	0.80				
运行管理平台项目	0.76	1.25				
员工之家厨房工程						
机场广播系统（改造工程）						
站前综合体			524.93			
西指廊及其配套工程		16.32				
出发厅风柜改造工程		1.65				
急救中心改造工程						
安检通道改造工程						
航站楼二期扩建工程			8.55	71.11	891.47	1023.11
其他（包括出发厅风柜改造工程）	1.57					
其他（不包括出发厅风柜改造工程）	0.49	1.40				
其他（20152016）		7.24	35.07	3.10	0.79	0.79
合计	6.77	122.54	568.55	1730.47	892.26	1023.90

资料来源：公司公告，方正证券研究所

从目前的负债情况来看，未来新增的大额负债仅有 39 亿元的银行贷款，此长期贷款专用于机场二期工程扩建。按公司贷款公告中披露的长期银行贷款利率 6.55% 估算，每年利息支出约为 2.55 亿元。根据协议细则，该贷款须自 2022 年 12 月 21 日，按季度基准利率偿还利息，有四年的免息期。所以短期内财务费用不会阶梯式大幅上涨影

响业绩。且明年共四项负债到期，届时财务费用会有所下滑。

图表33： 公司目前主要负债情况

名称	发行金额 (亿元)	发行日期	到期日	计息方式	年利率
美兰债	8	2012/3/13	2019/3/13	单利	7.80%
国海私募中票一期	5	2016/4/27	2019/4/27	单利	7.30%
国海私募中票二期	5.2	2016/9/2	2019/9/2	单利	6.70%
银行贷款	39	2018/2/1	2038/2/1		可调整基准利率 (约 6.55%)
东银融资租赁	0.64	2017/7	2019/8/31		6.05%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

综上所述，二期扩建项目投产并不会立即导致折旧、财务费用阶梯式提高。

5 多项股权融资，缓解资金面紧张

母公司与海南海航基础认购上市公司定向增发内资股，补充资金流动性。母公司及海航基础以 8.93 港币的价格溢价收购上市公司内资股，认购股数约 4.9 亿股。增发之后，母公司及海航基础股份占比分别从 50.19%、0% 提升到 58.24%、4.3%。

一期跑道资产收购，预计年均可增加 1.13 亿元税前利润。母公司认购的股份包括：第一，作为母公司向上市公司转让一期跑道工程对价而认购的约 1.90 亿股；第二，按每股 8 元认购 2.5 亿股。其中一期跑道工程公允价值 15.20 亿元，按照仍有 20 年折旧期计算，每年增加 0.76 亿元固定资产折旧费用。但收购之后，跑道航站楼间权责不清晰的问题得以解决，显著提升机场运营效率，同时每年占比航空性收入 25% 的服务费可以免缴。按 2017 年 5.66 亿元航空性收入（去除民航发展基金返还补贴）测算，年均可节约 1.89 亿元服务费用。综上所述，收购一期跑道至少可以增厚税前利润 1.13 亿元。

图表34： 母公司、海航基础认购内资股情况

认购方	认购价 (人民币/股)	认购股数 (亿股)	总面值 (亿元)	完成日期	备注
母公司	8	4.40	35.20	2018-3-26 至	其中现金认购 20 亿； 转让一期跑道资产 15.20 亿
海航基础	8	0.5	4	2018-12-25	

资料来源：公司公告，方正证券研究所

非公开增发新 H 股，缓解成长期资金紧张。新 H 股预计发行不超过 2 亿股，发行价格预计约为 5.73 元/股。发行时间同样处于 2018 年 3 月 26 日—2018 年 12 月 25 日之间。截止 2018 年 6 月 30 日，公司现金及现金等价物为 1.16 亿元，相较去年同时期消耗巨大。除去转让一期跑道资产部分，上市公司共募得现金约 35.46 亿元。满足公司二期工程扩建以及到期债务偿还等资金需求，缓解公司成长期资金

紧张。

图表35： 募集所得款用途

	金额 (人民币)	占比	备注
所得款项总金额	35.04 亿	100%	
收购相关设施	13.21 亿	37%	包括办公楼宇、会议中心、康乐中心、培训中心、员工宿舍以及二期楼宇项目
二期楼宇收购成本			包括二期楼宇建设成本约 12.31 亿元以及相关土地代价和相关税费
升级现有设施	约 7.7 亿	22%	包括扩建、升级、改善、维修美兰机场现有航站楼以及其他区域
美兰机场维修保养	5.77 亿		美兰机场二期扩建项目共计投入约 39 亿元
30 多个小型设施维修保养项目	1.77 亿		
定期维修保养和翻修	4 亿		
全资附属公司的经营和业务开发、优化、拓展“智能化机场”相关建设项目	4.83 亿	14%	
	4 亿	11%	包括基础云平台、地理信息系统、信息交流平台及数据仓库
补充营运资本	4 亿	11%	包括税项、劳动成本、水电费、环境处理以及造林费等
减少未偿债务	2 亿	5%	

资料来源：公司公告，方正证券研究所

定向增发加大股权集中度，优化公司资产配置。本次定增为溢价发行且类型属于项目融资，这种情况下，大股东进行利益输送的可能性较小。

图表36： 定向增发后，股权结构变化情况

股份类别	定增前股份数目	占全部已发行股份百分比 (%)	定增后股份数目	占全部已发行股份百分比 (%)
内资股				
母公司	237,500,000	50.19	677,487,125	58.24
海南航空控股股份有限公司	5,287,500	1.12	52,875,500	0.45
海航集团有限公司	3,512,500	0.74	3,512,500	0.30
海南海航基础	0	0	50,000,000	4.30
H 股				
已发行 H 股				
OrientalPatron	94,343,000	19.94	94,343,000	8.11
公众股东	132,570,000	28.01	132,570,000	11.40
新 H 股	0	0	200,000,000	17.19
已发行股份总数	473,213,000	100	1,163,200,125	100

附注：OrientalPatron 包括 OrientalPatronFinancialServicesGroupLimited、OrientalPatronFinancialGroupLimited 及 OrientalPatronResourcesInvestmentLimited。

资料来源：公司公告，方正证券研究所

6 民航发展基金返还政策调整，产生负面影响有限

民航发展基金返还在净利润中占比约 40%-50%，但近年随非航收入增长加速，占比开始下滑。2018 年 6 月 15 日民航发展基金返还政策做出调整，11 月 29 日后，返还的民航发展基金作为公司收入处理政策将不再执行。此次调整预计会对 2019 年营收、利润增速造成一定的压力，但非航收入的高增长，会迅速弥补因民航发展基金返还取消产生的空缺。

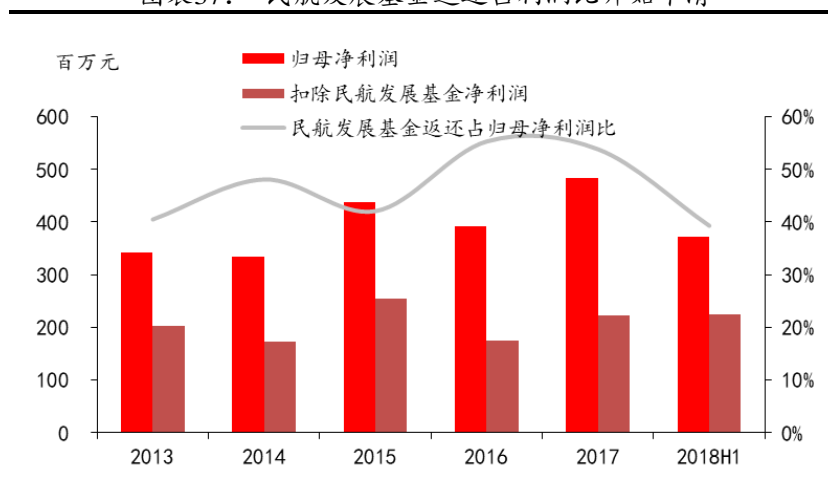
虽然民航发展基金返还作为收入处理政策取消，但依然可以享受补贴。接下来的补贴主要通过以下两种形式发放：

第一，根据投资项目申报，不同的投资项目可按不同的比例申报项目资金。

第二，银行贷款可以申请贴息。

项目申请所得资金会作为资本金进入上市公司，如果资本金全部转股本，公司可能出现流通股少于 25%，从而退市的情况。

图表37： 民航发展基金返还占利润比开始下滑



资料来源：公司公告，方正证券研究所

7 盈利预测与估值

7.1 主要假设

1. 二期扩建工程投产主要影响：

(1) 时刻会随之调增。参考其他上市机场案例，时刻调整幅度约 10%以上，旅客吞吐量增速将继续维持在 20%左右。

(2) 2019 年、2020 年折旧增加。其中 2019 年折旧两个月，金额共 0.30 亿元。

(3) 员工成本、劳务外包、水电费用、维修费用在 2019、2020 投产两年分别保持 20%、50%、30%的增速

2. 免税政策放松主要影响：

(1) 拉动购物总人次上升，购物总人数将于 2019、2020 年保持 30%以上增速。

(2) 人均免税销售额保持稳定。

(3) 平均扣点率稳定保持于 15%。

3. 收购一期跑道工程主要影响：

(1) 2019 年后，航空性收入可免收 25%的服务费，2019 年航空

收入增速 35%。

(2) 2019 年后，一期跑道工程开始记折旧，折旧期 20 年，每年折旧费用 0.75 亿元。

图表38：航空性业务预测表

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
旅客吞吐量 (万人次)	2,258.49	2,439.17	2,853.83	3,567.28	4,280.74	5,051.28
yoy (%)	20.11%	8.00%	17.00%	25.00%	20.00%	18.00%
国内	2,169.37					
国际及地区	89.11					
起降架次 (万次)	15.61	16.54	19.02	22.64	25.81	29.42
yoy (%)	17.43%	6.00%	15.00%	19.00%	14.00%	14.00%
货运吞吐量 (万吨)	29.90	33.19	38.17	45.42	51.78	59.03

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表39：免税业务预测表

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
免税店销售额 (百万元)	2,051.51	3,080.56	3,888.87	5,028.82	6,278.38	7,856.63
购物总人数 (百万人)	1.10	1.65	2.06	2.68	3.34	4.18
yoy (%)	39.24%	50.00%	25.00%	30.00%	25.00%	25.00%
销售商品数量 (百万件)	3.22					
人均销售额 (元)	1,869.20	1,871.21	1,889.76	1,879.77	1,877.48	1,879.55
人均购物数量	2.94					
平均扣点率	11.80%	12.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

7.2 分业务收入预测

图表40: 分业务收入预测

单位: 百万	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
航空业务收入	826.75	924.09	846.54	846.54	846.54	846.54
旅客服务费	306.33	352.28	475.57	475.57	475.57	475.57
民航发展基金返还补贴	260.88	267.99	-	-	-	-
地面服务费	147.57	191.84	258.99	258.99	258.99	258.99
飞机起降相关收费	111.98	111.98	111.98	111.98	111.98	111.98
非航业务收入	643.10	858.49	1,145.07	1,401.47	1,689.61	2,046.49
特许经营权收入	381.09	544.89	793.60	1,006.65	1,244.54	1,541.84
免税特许经营收入	242.02	369.67	583.33	754.32	941.76	1,178.49
广告与其他特许经营	139.07	175.22	210.27	252.32	302.79	363.34
营	139.07	175.22	210.27	252.32	302.79	363.34
货运及包装收入	77.36	96.70	113.70	127.78	145.26	167.13
租金收入	56.01	75.62	85.64	101.70	119.59	140.30
贵宾室收入	26.68	31.48	37.78	47.22	56.67	68.00
停车场收入	19.60	27.43	31.99	35.75	41.17	46.85
其他收入	82.37	82.37	82.37	82.37	82.37	82.37
营业收入	1469.86	1,807.61	2,072.48	2,559.15	3,074.41	3,686.35
同比增速	21.61%	22.98%	14.65%	23.48%	20.13%	19.90%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

7.3 营业成本 (包括销售、管理费用) 预测

图表41: 营业成本 (包括销售、管理费用) 预测

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
营业成本 (包括销售、管理费用)	722.23	776.36	908.36	1,209.95	1,278.42	1,372.05
员工工资及福利费用	175.91	174.15	208.98	250.78	272.64	290.83
劳务外包与派遣	131.62	125.04	175.06	245.08	291.37	345.62
固定资产折旧	105.35	127.42	232.00	379.92	374.96	373.57
机场外勤综合服务费	57.46	57.54	63.54	69.54	75.54	81.54
维修费用	55.87	32.00	41.60	54.08	32.17	52.29
水电费	36.79	37.20	55.81	83.71	87.15	82.51
护卫队业务支出	17.96					
航班延误配餐费	16.76					
投资性房地产折旧费用	17.89	40.00				
纸箱成本	6.65	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
民航清算中心手续费	4.97	5.00	4.06	4.07	4.04	4.43
无形资产摊销费用	3.90	3.96	4.39	3.70	4.33	3.85
差旅费	2.79	2.36	2.48	1.98	2.16	1.71
审计费用	2.17	2.08	2.13	1.97	1.87	2.04
其他税项		9.59	9.78	9.74	9.68	9.57
其他	86.14	130.00	78.52	75.37	92.51	94.10

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

8 可比公司估值

图表42： 可比公司估值（2018. 12. 10）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	市盈率 PE	市净率 PB
600009. SH	上海机场	962. 13	23. 29	3. 83
0694. HK	北京首都机场股份	321. 44	10. 92	1. 43
600004. SH	白云机场	213. 76	15. 98	1. 42
000089. SZ	深圳机场	160. 99	21. 92	1. 44
600897. SH	厦门空港	64. 77	14. 01	1. 90
0357. HK	瑞港集团	28. 51	5. 03	0. 67
	平均	291. 93	15. 19	1. 78

资料来源：公司公告，方正证券研究所

9 风险提示

民航补贴转股本导致退市；控总量政策制约旅客量增长；宏观经济波动影响免税消费

附录：公司财务预测表单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1166.37	1171.01	1144.47	3575.04	营业总收入	1469.86	1807.61	2072.48	2559.15
现金	730.52	944.59	884.79	3253.97	营业成本	722.23	776.20	908.85	1217.33
应收账款	331.27	203.05	232.80	287.47	营业税金及附加	20.16	31.48	33.23	40.22
其它应收款	12.04	7.40	8.49	10.48	营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	3.24	3.10	3.64	4.87	管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	0.35	0.21	0.25	0.33	财务费用	117.46	203.51	196.03	58.58
其他	88.95	12.65	14.51	17.91	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	7911.78	6696.35	12144.40	11798.84	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1373.58	54.36	1000.36	265.10	投资净收益	16.83	24.80	20.16	18.91
固定资产	2550.68	6181.39	10587.83	10981.22	营业利润	626.84	821.21	954.52	1261.94
无形资产	164.57	460.61	556.21	552.52	营业外收入	1.11	0.00	0.00	0.00
其他	3822.94	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.41	2.26	2.50	2.79
资产总计	9078.15	7867.36	13288.87	15373.87	利润总额	649.46	818.95	952.03	1259.15
流动负债	1138.04	1471.98	985.41	699.63	所得税	156.82	197.06	230.42	306.45
短期借款	0.00	250.00	250.00	0.00	净利润	492.64	621.89	721.61	952.70
应付账款	77.93	41.88	49.03	65.67	少数股东损益	8.55	10.00	12.00	13.00
其他	1060.11	1180.11	686.38	633.96	归属母公司净利润	484.09	611.89	709.61	939.70
非流动负债	3848.12	417.95	5817.30	7517.30	EBITDA	836.71	1131.31	1366.79	1685.22
长期借款	560.00	218.14	4003.14	4003.14	EPS (元)	1.02	0.53	0.61	0.81
其他	3288.11	199.80	1814.15	3514.15					
负债合计	4986.16	1889.93	6802.71	8216.93	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	36.94	10.00	22.00	35.00	成长能力				
股本	473.21	1163.20	1163.20	1163.20	营业收入	0.22	0.23	0.15	0.23
资本公积	829.72	4375.91	4375.91	4375.91	营业利润	0.22	0.31	0.16	0.32
留存收益	2752.12	428.33	925.05	1582.84	归属母公司净利润	0.23	0.26	0.16	0.32
归属母公司股东权益	4055.05	5967.44	6464.16	7121.95	获利能力				
负债和股东权益	9078.15	7867.36	13288.87	15373.87	毛利率	0.51	0.57	0.56	0.52
					净利率	0.33	0.34	0.34	0.37
					ROE	0.12	0.10	0.11	0.13
					ROIC	0.07	0.13	0.08	0.09
					偿债能力				
					资产负债率	0.55	0.24	0.51	0.53
					净负债比率	1.23	0.11	0.91	0.97
					流动比率	1.02	0.80	1.16	5.11
					速动比率	1.02	0.80	1.16	5.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.17	0.46	0.20	0.18
					应收账款周转率	4.95	17.80	9.51	9.84
					应付账款周转率	12.65	86.33	45.60	44.62
					每股指标(元)				
					每股收益	1.02	0.53	0.61	0.81
					每股经营现金	2.25	0.69	0.20	2.48
					每股净资产	8.57	5.11	5.53	6.10
					估值比率				
					P/E	6.72	13.02	11.23	8.48
					P/B	0.80	1.34	1.24	1.12
					EV/EBITDA	8.92	-0.24	3.65	2.17

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

致谢

感谢李然、岳浩中、贺扬倩对本报告的制作完成做出贡献。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com