

如何看待上机与中免新签免税店补充协议？

—社服商贸/交通运输周报 20210201

社服商贸/交通运输周报

2021年02月01日

报告摘要：

● 本周观点：如何看待上机与中免新签免税店补充协议？

本周五，上海机场公告与中免就租金协议签订补充协议，以应对疫情带来的商业环境变化。根据新签补充协议，2020年公司向日上上海收取的租金约11亿，减免约30亿元。公司此前与中免合同中剩余的2021-25年租金支付多寡，将主要基于未来上海机场实际的月度国际客流是否高于2019年月均的80%（257万人）进行计算，其中：

(1) 当该客流低于80%时，月实际收入按月实际销售提成=人均贡献×月实际国际客流×客流调节系数×面积调节系数。其中，人均贡献值为常数，取2019年的人均贡献135.28元，而客流调节系数、面积调节系数为一个区间值，本质上取决于机场国际客流的情况。我们估算这一模式下日上上海向上机支付的租金最大值或为35亿元。

(2) 当该客流高于80%时，月实际收入按月保底销售提成=当年保底销售提成/12。其中：
a) 若当年实际国际客流大于双方约定的该年度客流的最小值，则取该年度对应的年保底销售提成，即2021年双方约定的客流区间为4404-4636万，对应年保底销售提成为45.59亿元，若实际产生的年国际客流在这一区间内，则日上需向上机支付45.59亿元；
b) 若当年实际国际客流小于等于双方约定的该年度客流的最小值，则取其所在区间对应的年保底销售提成额，即若2022年上机国际客流未达双方约定区间，但处于2021年客流区间内，则日上依旧只需向上机支付45.59亿元。c) 若2022年以后(含)的年实际国际客流在2019-21年所对应的区间内，则年保底销售提成=对应年度保底销售提成×(1+24.11%)，此时日上向上机支付的保底租金各为43.7、51.6、56.5亿元。

我们认为，该补充协议虽然对中免更为有利，但仍是一份“双赢”的协议：(1) 对上机而言：在本次免税合同期内，短期免税租金多寡仍取决于国际客流恢复情况，但一旦客流恢复超80%，则无论免税店销售情况如何，上机至少可以收取保底租金，确保合同期正常情况下租金收益的稳定性，这也意味着2018年该合同中约定的隐含扣点率得以维持。同时(C)条款可视为中免对上机短期租金损失的一种补偿。(2) 对中免而言好处则十分明显，该协议缓解了公司短期支付高额固定租金的压力，同时为公司机场免税实现更大业绩弹性提供空间。

● 行业数据及新闻：

瑞士钟表：2020年全年瑞士出口中国内地手表金额共计23.94亿瑞士法郎(约172.84亿人民币)，同比增长20%，首次超过美国和香港地区，成为其最大出口国，其中12月中国内地进口瑞士手表3.06亿瑞士法郎，同比增长45%。(瑞士钟表协会)

交运：为期40天的2021年春运28日正式启动。在“非必要不出行”的政策倡导下，“就地过年”成趋势。1) **春运：**2021年春运前两日，全国总体迁徙规模达3568.4万人次，与2020年及2019年农历同期相比分别下降74.6%/73.8%。其中铁路迁徙规模591.2万人次，分别下降73.1%/71.4%；民航迁徙规模为101.5万人次，分别下降72.6%/69.6%；按照最新预估数据，2021年全国春运期间全国累计发送旅客11.52亿人次左右，较2020年下降两成多、较2019年下降六成多。(交通运输部) 2) **快递：**菜鸟在全国连日寄出年货包裹涨了两成；年货节期间的进口包裹量更是大幅增加了7成。(菜鸟驿站官网)

医美&化妆品：韩国知名肉毒素产品Innotx被韩国食品药品安全处吊销许可，原因为伪造实验材料，这项措施从26日起开始生效。(经济新闻网) 教育部在对十三届全国人大三次会议第1124号建议中指出，有条件的学位授予单位可根据自身发展和社会需求在临床医学等一级学科下自主设置美容医学相关二级学科。(国家教育部)

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证号：S0100519080001

电话：021-60876718

邮箱：guximin@mszq.com

相关研究

- 1.行业周(月)报:继续推荐澳门旅游签证恢复带来的确定性机会
- 2.行业周(月)报:十一临近前澳门旅游签证逐步恢复,关注相关板块个股

免税：海南自贸港鼓励类产业目录发布，新增 14 大类 143 个行业，成为国内鼓励类产业最多地区。发改委印发《海南自由贸易港鼓励类产业目录(2020 年本)》，新增鼓励类产业包括新能源汽车制造、5G 和 6G 技术开发及商业化应用、离岸新型国际贸易、车联网及自动驾驶技术研发及测试、应用；国际能源、航运、大宗商品、产权、股权等国际现货交易场所、国际现货清算所和国际知识产权交易所建设。(海南政府网)

● 投资建议

推荐高景气+业绩高增确定性品种：

(1) 中国中免：海南自贸港建设提速，免税再迎政策红利，公司作为龙头供应链运营商，先发优势明显。中长期看，免税行业逻辑成长未变，国人市内免税政策尚未开放，后续政策仍有放松空间。

(2) 飞亚达：瑞表经销渠道竞争格局稳定，多因素作用下近几年行业集中度正在持续提升，同时，公司通过调整品牌结构进行提质增效，盈利质量不断提升。长期看，作为国内稀缺的顶级奢侈品销售渠道，有望长期受益于消费升级带动的行业增长红利。

(3) 华熙生物：“娃娃针”有望在 2021 年开始快速放量，同时，食品级玻尿酸的获批将为 HA 原材料、医美制剂、功能性护肤品等原有业务的基础上进一步打开成长空间。中长期，公司在透明质酸领域积淀深厚，有望在“颜值经济”下的突围战中胜出。

● 风险提示

宏观经济下行，免税行业政策落地进展低于预期

表 1：重点公司盈利预测表

行业	代码	重点公司	现价	EPS				PE				评级
			2021/1/29	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
免税	601888	中国中免	294.00	2.37	2.31	4.77	6.76	124.05	95.37	46.18	32.59	推荐
快递&供应链	002352	顺丰控股	98.99	1.31	1.65	2.06	2.56	75.56	59.81	48.11	38.63	未评级
	600057	厦门象屿	5.23	0.51	0.62	0.72	0.81	10.25	10.81	9.31	8.27	推荐
航空	600115	东方航空	4.59	0.20	-0.65	0.16	0.36	22.95	-7.03	29.53	12.59	未评级
	601111	中国国航	7.20	0.44	-0.82	0.27	0.53	16.36	-8.83	26.76	13.49	未评级
	600029	南方航空	5.83	0.22	-0.64	0.22	0.42	26.50	-9.07	26.18	13.79	未评级
机场	600009	上海机场	79.00	2.61	0.43	2.78	3.35	30.27	184.77	28.58	23.72	推荐
	600004	白云机场	13.79	0.48	-0.26	0.38	0.60	28.73	-	23.37	20.53	推荐
	000089	深圳机场	7.83	0.29	0.05	0.65	0.74	27.00	152.44	27.83	25.75	未评级
奢侈品	000026	飞亚达	12.54	0.49	0.72	1.01	1.20	25.59	19.75	14.08	11.85	推荐
医美	300896	爱美客	792.50	3.39	3.45	4.67	6.58	233.78	173.91	128.48	91.19	推荐
	688363	华熙生物	12.58	1.22	1.30	1.74	2.35	10.31	153.00	114.31	84.64	推荐
	600233	鲁商发展	12.58	0.34	0.49	0.64	0.82	37.00	25.69	19.66	15.39	未评级
化妆品	603605	珀莱雅	186.00	1.95	2.39	3.18	3.80	95.38	73.34	55.12	46.13	推荐
	300122	青松股份	17.52	0.88	0.98	1.16	1.36	12.57	17.79	15.12	12.90	未评级

资料来源：公司公告，未评级公司来自 wind 一致预期，民生证券研究院

表 2：推荐公司盈利预测表

行业	代码	重点公司	现价	EPS				PE				评级
			2021/1/29	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
免税	601888	中国中免	294.00	2.37	2.31	4.77	6.76	124.05	95.37	46.18	32.59	推荐
奢侈品	000026	飞亚达	12.54	0.49	0.72	1.01	1.20	25.59	19.75	14.08	11.85	推荐
医美	688363	华熙生物	12.58	1.22	1.30	1.74	2.35	10.31	153	114.31	84.64	推荐

资料来源：公司公告，未评级公司来自 wind 一致预期，民生证券研究院

目录

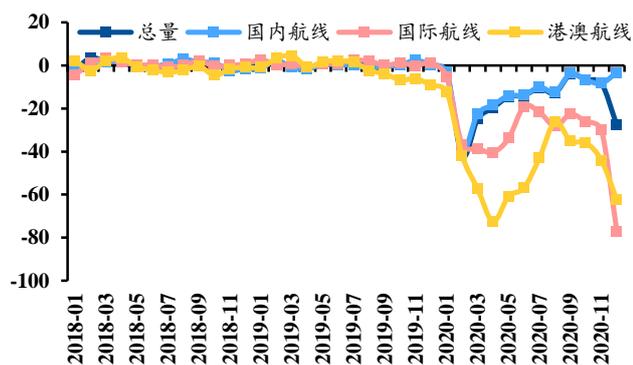
1 行业数据跟踪	5
1.1 航空：国内航班供需基本恢复	5
1.1.1 南方航空	5
1.1.2 东方航空	6
1.1.3 中国国航	6
1.2 机场：国际线业务仍需等待复苏	7
1.3 快递：12月行业整体保持较高增速，单票价格回落	8
1.4 博彩：12月GGR环比回升	8
1.5 化妆品：双11后整体增速放缓	9
2 重点公司盈利预测与评级	9
3 风险提示	9
插图目录	10
表格目录	10

1 行业数据跟踪

1.1 航空：国内航班供需基本恢复

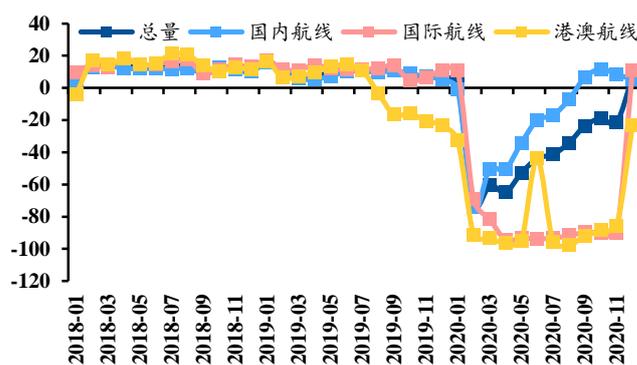
1.1.1 南方航空

图 1：南方航空客座率变动趋势 (%)



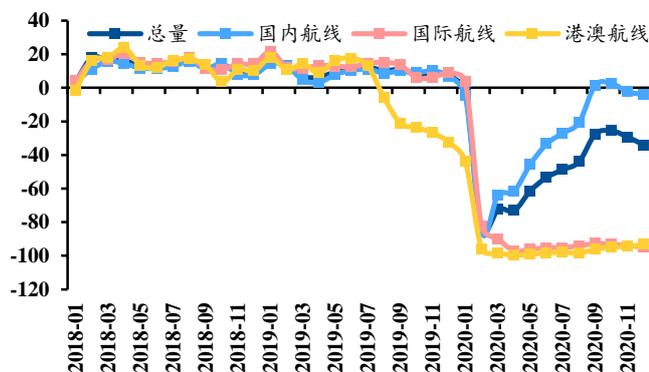
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：南方航空 ASK 变动趋势 (%)



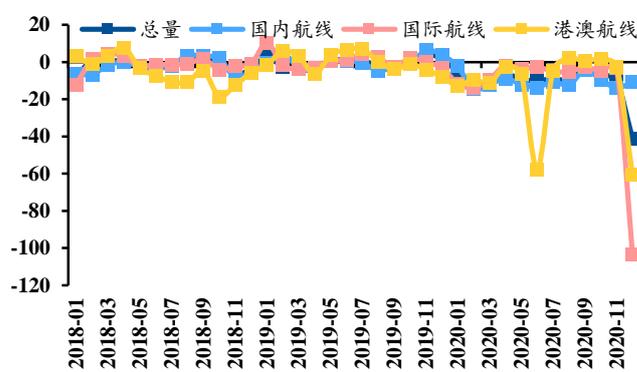
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：南方航空 RPK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

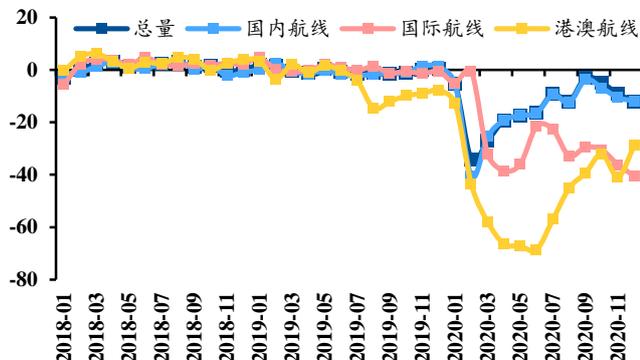
图 4：南方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

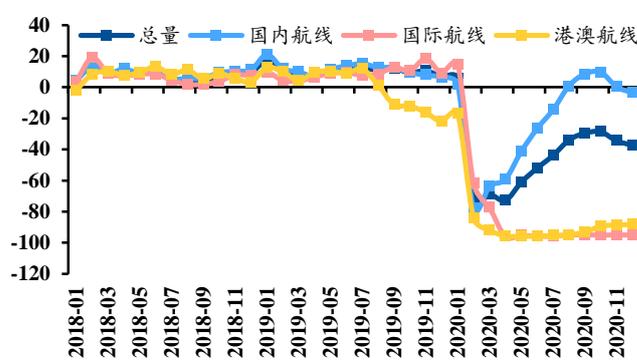
1.1.2 东方航空

图 5：东方航空客座率变动趋势 (%)



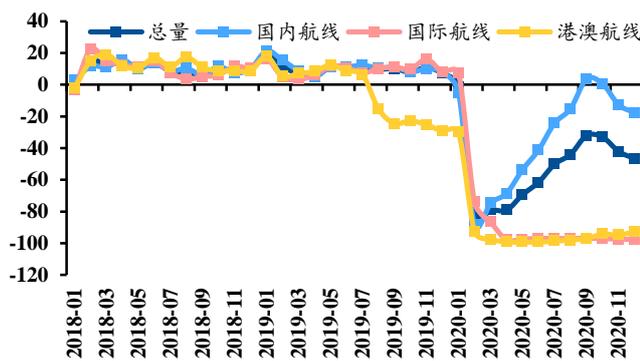
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：东方航空 ASK 变动趋势 (%)



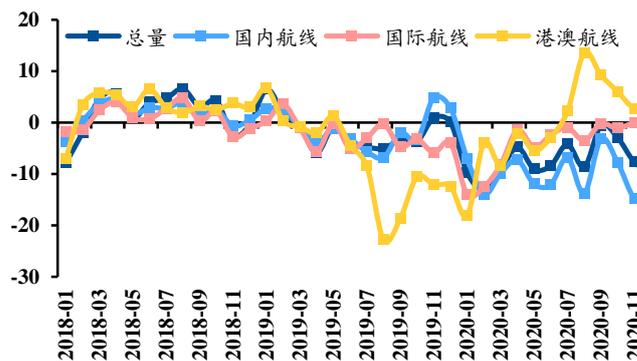
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7：东方航空 RPK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

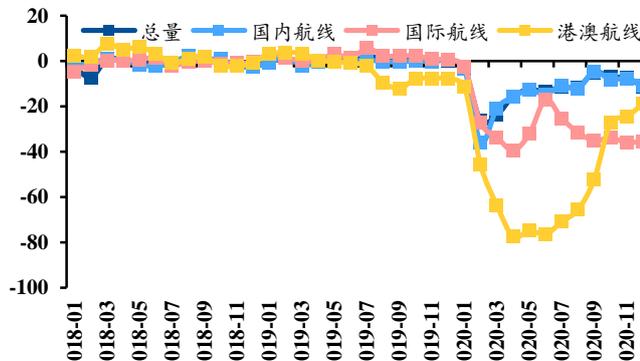
图 8：东方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

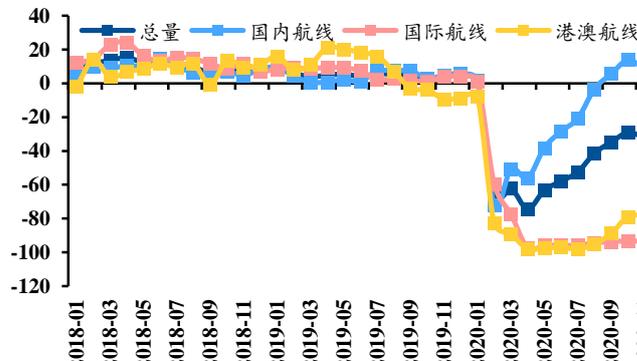
1.1.3 中国国航

图 9：中国国航客座率变动趋势 (%)



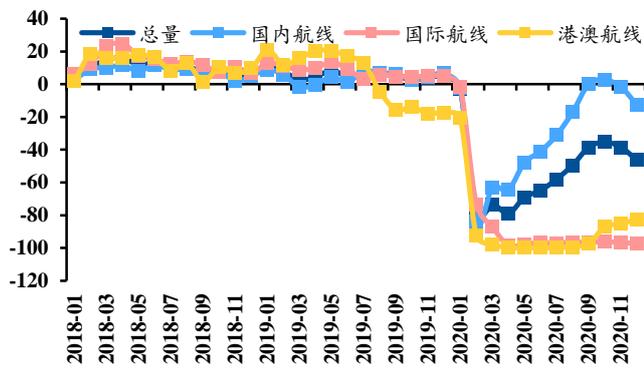
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：中国国航 ASK 变动趋势 (%)



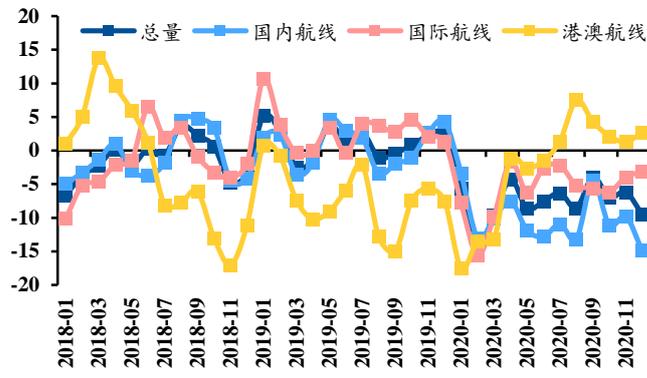
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11: 中国国航 RPK 变动趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

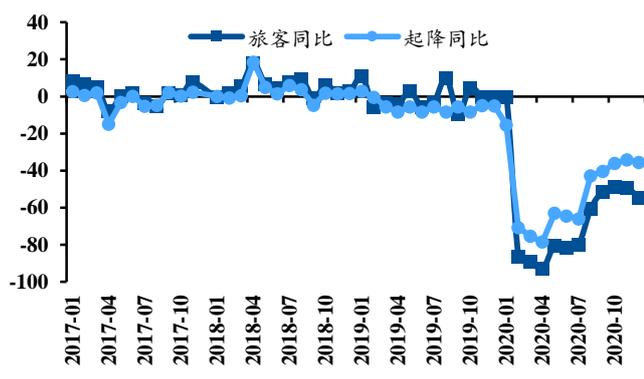
图 12: 中国国航 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

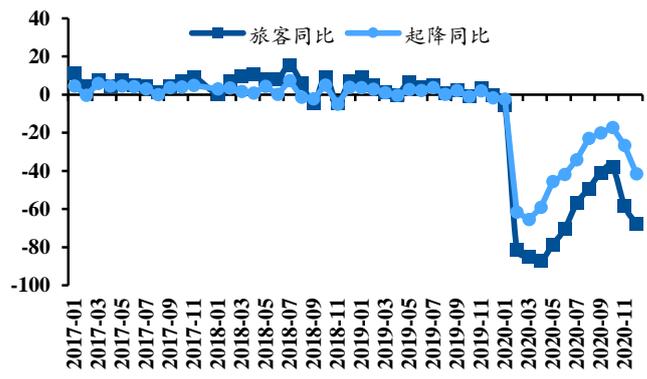
1.2 机场: 国际线业务仍需等待复苏

图 13: 首都机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)



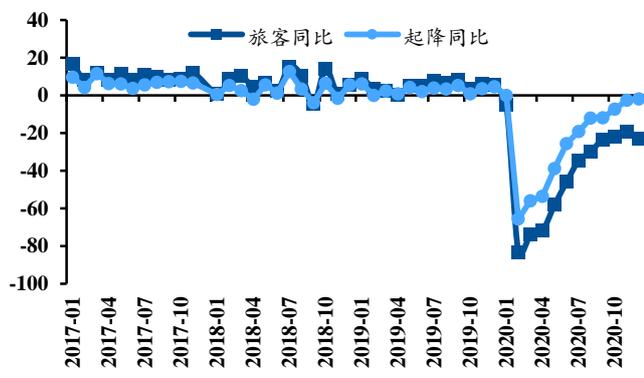
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 14: 浦东机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)



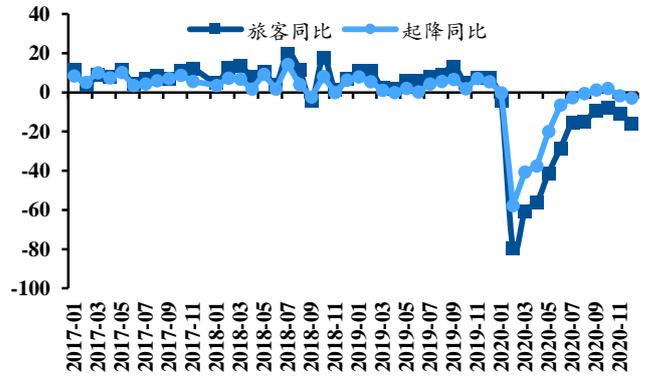
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 15: 白云机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

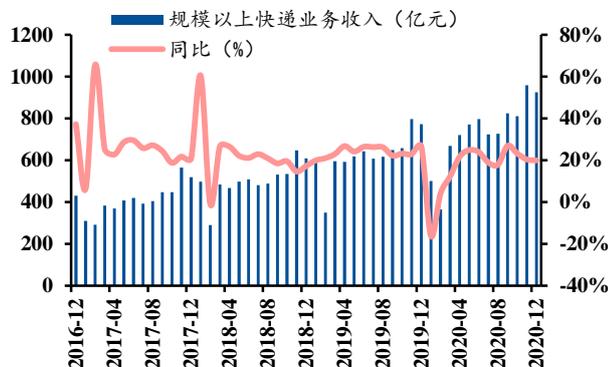
图 16: 深圳机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

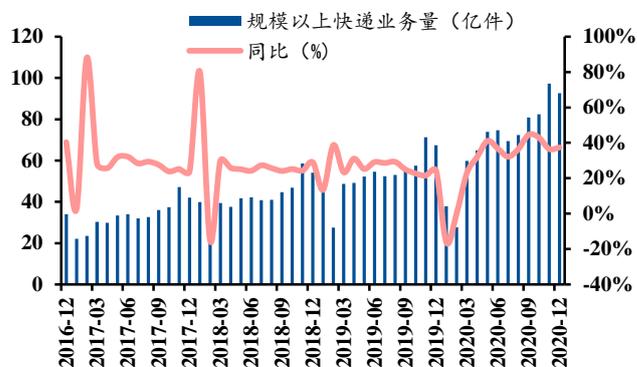
1.3 快递：12月行业整体保持较高增速，单票价格回落

图 17：12月快递业务收入完成 926 亿元，同比+20%



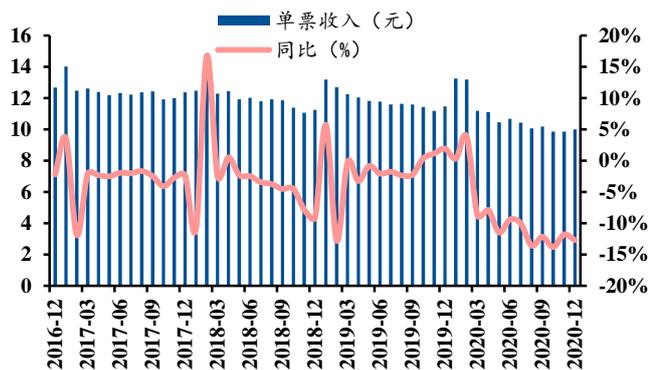
资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

图 18：12月快递业务量完成 92.5 亿件，同比+37%



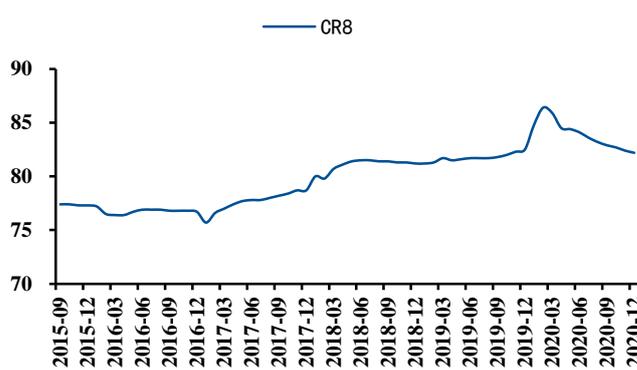
资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

图 19：12月单票收入 10.01 元，同比-13%



资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

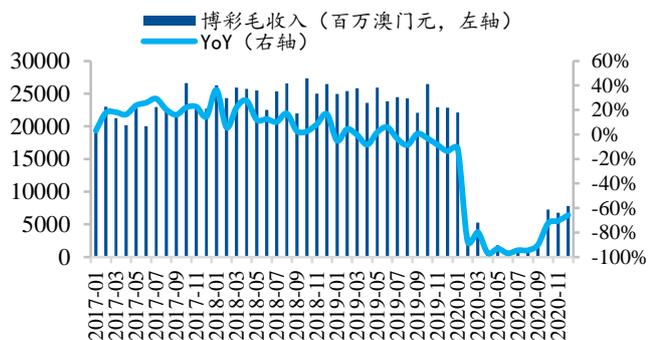
图 20：12月快递品牌集中度 CR8 为 82.2，同比-0.3ct



资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

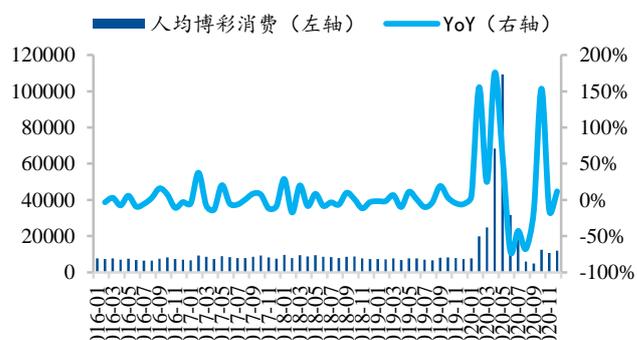
1.4 博彩：12月 GGR 环比回升

图 21：澳门博彩业毛收入及增速（截止 2020 年 12 月）



资料来源：DSEC，民生证券研究院

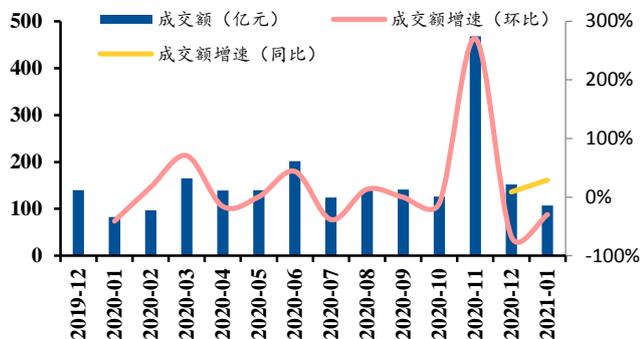
图 22：澳门旅客人均博彩消费（截止 2020 年 6 月,澳门元）



资料来源：DSEC，民生证券研究院

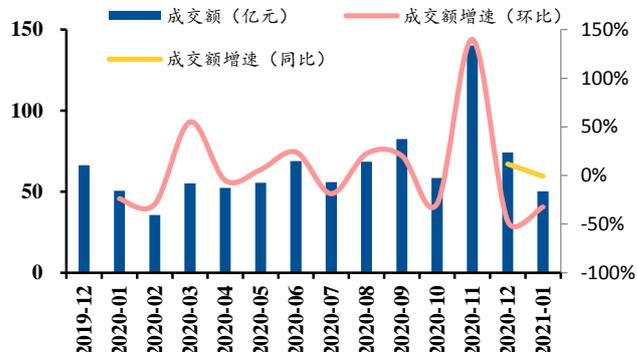
1.5 化妆品：双11后整体增速放缓

图 23：淘系平台美容护肤类成交额及增速（截止 2021 年 01 月）



资料来源：淘数据，民生证券研究院

图 24：淘系平台彩妆类成交额及增速（截止 2021 年 01 月）



资料来源：淘数据，民生证券研究院

2 重点公司盈利预测与评级

表 3：重点公司盈利预测表

行业	代码	重点公司	现价	EPS				PE				评级
			2021/1/29	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
免税	601888	中国中免	294.00	2.37	2.31	4.77	6.76	124.05	95.37	46.18	32.59	推荐
快递&供应链	002352	顺丰控股	98.99	1.31	1.65	2.06	2.56	75.56	59.81	48.11	38.63	未评级
	600057	厦门象屿	5.23	0.51	0.62	0.72	0.81	10.25	10.81	9.31	8.27	推荐
航空	600115	东方航空	4.59	0.20	-0.65	0.16	0.36	22.95	-7.03	29.53	12.59	未评级
	601111	中国国航	7.20	0.44	-0.82	0.27	0.53	16.36	-8.83	26.76	13.49	未评级
	600029	南方航空	5.83	0.22	-0.64	0.22	0.42	26.50	-9.07	26.18	13.79	未评级
机场	600009	上海机场	79.00	2.61	0.43	2.78	3.35	30.27	184.77	28.58	23.72	推荐
	600004	白云机场	13.79	0.48	-0.26	0.38	0.60	28.73	-	23.37	20.53	推荐
	000089	深圳机场	7.83	0.29	0.05	0.65	0.74	27.00	152.44	27.83	25.75	未评级
奢侈品	000026	飞亚达	12.54	0.49	0.72	1.01	1.20	25.59	19.75	14.08	11.85	推荐
	300896	爱美客	792.50	3.39	3.45	4.67	6.58	233.78	173.91	128.48	91.19	推荐
医美	688363	华熙生物	12.58	1.22	1.30	1.74	2.35	10.31	153.00	114.31	84.64	推荐
	600233	鲁商发展	12.58	0.34	0.49	0.64	0.82	37.00	25.69	19.66	15.39	未评级
化妆品	603605	珀莱雅	186.00	1.95	2.39	3.18	3.80	95.38	73.34	55.12	46.13	推荐
	300122	青松股份	17.52	0.88	0.98	1.16	1.36	12.57	17.79	15.12	12.90	未评级

资料来源：公司公告，未评级公司来自 wind 一致预期，民生证券研究院

3 风险提示

宏观经济下行；免税行业政策落地进展低于预期。

插图目录

图 1: 南方航空客座率变动趋势 (%)	5
图 2: 南方航空 ASK 变动趋势 (%)	5
图 3: 南方航空 RPK 变动趋势 (%)	5
图 4: 南方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%)	5
图 5: 东方航空客座率变动趋势 (%)	6
图 6: 东方航空 ASK 变动趋势 (%)	6
图 7: 东方航空 RPK 变动趋势 (%)	6
图 8: 东方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%)	6
图 9: 中国国航客座率变动趋势 (%)	6
图 10: 中国国航 ASK 变动趋势 (%)	6
图 11: 中国国航 RPK 变动趋势 (%)	7
图 12: 中国国航 RPK-ASK 变动趋势 (%)	7
图 13: 首都机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)	7
图 14: 浦东机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)	7
图 15: 白云机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)	7
图 16: 深圳机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)	7
图 17: 12 月快递业务收入完成 926 亿元, 同比+20%	8
图 18: 12 月快递业务量完成 92.5 亿件, 同比+37%	8
图 19: 12 月单票收入 10.01 元, 同比-13%	8
图 20: 12 月快递品牌集中度 CR8 为 82.2, 同比-0.3ct	8
图 21: 澳门博彩业毛收入及增速 (截止 2020 年 12 月)	8
图 22: 澳门旅客人均博彩消费 (截止 2020 年 6 月, 澳门元)	8
图 23: 淘系平台美容护肤类成交额及增速 (截止 2021 年 01 月)	9
图 24: 淘系平台彩妆类成交额及增速 (截止 2021 年 01 月)	9

表格目录

表 1: 重点公司盈利预测表	错误!未定义书签。
表 2: 推荐公司盈利预测表	错误!未定义书签。

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。