

机场租金返还促业绩高速增长

华泰研究

2021年2月03日 | 中国内地

公告点评

可选消费/社会服务

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

358.35

研究员	梅昕
SAC No. S0570516080001	meixin@htsc.com
SFC No. BQE385	+86-21-28972080
研究员	孙丹阳
SAC No. S0570519010001	sundanyang@htsc.com
SFC No. BQQ696	+86-21-28972038
研究员	王莎莎
SAC No. S0570517090002	wangshasha@htsc.com
SFC No. BOR137	+86-10-56793922
研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+86-21-28972088

租金返还, 20年净利润增长靓丽

公司公告20年业绩快报, 追溯调整后口径(20年5月收购海免51%股份), 营业收入526.18亿元/yoy+9.70%; 归母净利润61.17亿元/yoy+32.15%; 扣非净利润59.38亿元/yoy+55.05%。业绩高速增长主要因海南业务销售额和净利润高速增长, 机场扣点返还。公司公告与上海机场签订补充协议(20年3月1日开始实施), 预计20/21年调整后租金扣点费用较原合同下降。上调20/21/22年EPS为3.13/5.58/7.54元(前值为2.27/5.11/6.63元), 上调目标价至358.35元(64.22x21PE, 目标价前值328.18元), 维持买入。

20年机场保底租金返还, 补充协议利好中免

根据上海机场(600009 CH)公告20年确认租金收入11.56亿元, 较原合同的40亿元左右的保底大幅下降。剔除扣点返还影响, 我们估算20年中免归母净利润为47亿元, 较19年微增1%。补充协议提出20年3月1日起, 以19年月均实际国际客流的80%为基准, 若当月实际国际客流不高于基准, 按提成比率缴纳租金, 纳入“客流调节系数”、“面积调节系数”等; 高于基准时, 按月保底销售缴纳费用。简而言之, 国际客流较低时, 乘以系数给予机场一定补偿; 国际客流较高时, 原保底变为租金上限。整体而言, 中免在疫情的背景下, 规模快速扩张, 对于渠道商的议价能力有一定的提升。

吸引消费回流为核心, 海南政策红利有望不断释放

受益于离岛免税政策宽松, 根据海口海关, 2H20海南销售免税品2382万件、销售金额199.9亿元、购买旅客299.3万人次, 同比分别增长158.2%、191.6%和59.3%。据海南日报, 海南代省长表示“十四五”有望吸引免税回流3000亿元, 省委书记沈晓明表示2022年离岛免税销售额目标1000亿, 2030年为7000-8000亿。我们认为未来做大离岛免税市场蛋糕为核心, 围绕此目标, 政策红利有望不断释放, 离岛免税邮寄、居民消费进境商品正面清单、本岛居民返岛提取等政策方面有望取得进展。

免税市场持续扩容, 政策利好可期, 维持买入

疫情之下国人海外消费有望加速回流。中免具备规模和供应链优势, 有望长期分享行业增长红利。上海浦东机场租金减免, 电商和海南销售额高速增长, 上调20/21/22年EPS为3.13/5.58/7.54元(前值2.27/5.11/6.63元)。21年不排除首都、广州白云机场租金返还或下调, 海南省减免所得税税率至15%或开始执行, 离境市内店政策有望落地。上调目标价至358.35元(基于近5年历史PE均值49.40倍, 给予64.22x21PE倍), 维持买入。

风险提示: 政策推进不及预期; 市内免税店开展进度不及预期; 国内免税牌照壁垒优势减弱。

经营预测指标与估值

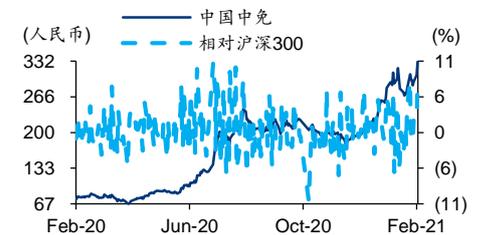
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	47,007	47,966	52,618	85,611	111,818
+/-%	66.21	2.04	9.70	62.70	30.61
归属母公司净利润(人民币百万)	3,095	4,629	6,117	10,886	14,729
+/-%	22.29	49.58	32.15	77.96	35.29
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.59	2.37	3.13	5.58	7.54
ROE(%)	21.17	24.27	26.28	32.21	30.98
PE(倍)	208.83	139.62	105.65	59.37	43.88
PB(倍)	39.81	32.49	26.27	18.75	13.34
EV EBITDA(倍)	118.43	88.22	63.50	36.63	26.18

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	358.35
收盘价(人民币 截至2月2日)	331.01
市值(人民币百万)	646,289
6个月平均成交额(人民币百万)	3,052
52周价格范围(人民币)	67.20-331.01
BVPS(人民币)	10.07

股价走势图



资料来源: Wind

盈利预测及估值

我们预计 4Q 电商销售情况好于此前预期，21 年出境游难以恢复的背景下，电商新零售渠道销售额有望保持在较高水平。我们认为海南免税店奢侈品、精品持续引入，带动销售额增长，略上调 22 年海南销售额预测。调整后，20/21/22 年营业收入为 526.18/856.11/1118.18 亿元。因上海浦东机场租金补充协议调低租金费用，预计 20/21/23 年净利率提升，调整后 20/21/22 年净利率为 14.17%/15.18%/15.88%。

综上，调整后公司 20/21/22 年净利润为 61.17/108.86/147.29 亿元。

21 年不排除首都、广州白云机场租金返还或下调，海南省或减免所得税税率至 15%，上海国人离境市内店政策有望落地。上调目标价至 358.35 元，基于 5 年历史 PE 均值 49.40 倍，因 21 年相关利好政策或持续落地，利好公司，故给予溢价，目标价基于 64.22x21PE（目标价前值为 328.18 元），维持买入。

图表1：盈利预测调整

	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)						
海南免税店	318.43	568.00	676.07	310.00	568.00	685.72
首都机场店	2.74	14.83	51.53	2.74	14.83	51.53
上海机场(浦东+虹桥)店	15.15	45.45	151.49	15.15	45.45	151.49
其他(含电商)	165.29	213.83	229.44	198.29	227.83	229.44
合计	501.61	842.11	1108.53	526.18	856.11	1118.18
毛利率(%)	49.50	49.00	48.90	49.50	49.00	48.90
净利率(%)	10.77	14.14	14.08	14.17	15.18	15.88
权益利润						
海南免税店	68.50	114.19	130.64	66.43	114.19	132.74
首都机场店	-28.11	-18.97	-4.55	-28.11	-18.97	-4.55
上海机场(浦东+虹桥)店	-21.71	-17.71	-2.01	-2.28	-2.92	-2.01
其他(含电商)	25.64	22.28	5.32	25.13	16.57	21.12
合计	44.33	99.78	129.39	61.17	108.86	147.29

资料来源：华泰研究预测

图表2：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE(TTM)	预测 PE 2020	预测 PE 2021	预测 PE 2022
600258 CH	首旅酒店	22.21	-57.07	-62.76	23.62	19.62
300144 CH	宋城演艺	44.32	217.82	-140.02	33.22	24.93
600754 CH	锦江酒店	42.63	93.41	122.65	36.40	28.84

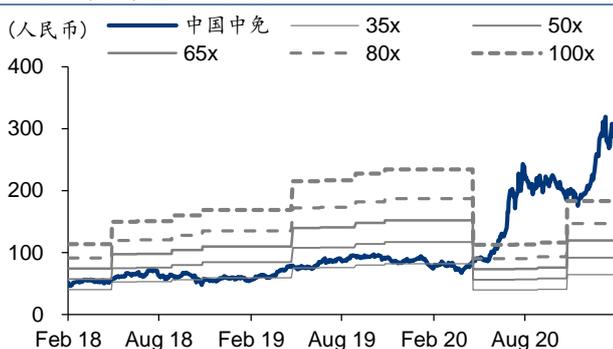
注：预测 PE 基于 Wind 一致盈利预测，交易日期截至 2021 年 2 月 3 日

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

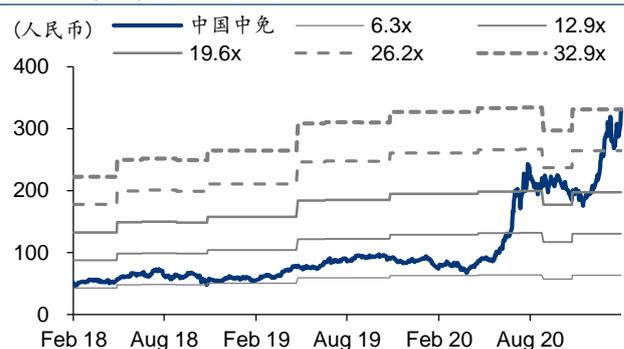
政策推进不及预期；市内免税店开展进度不及预期；国内免税牌照壁垒优势减弱。

图表3：中国中免 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表4：中国中免 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	19,578	22,246	27,508	46,040	59,578
现金	11,289	11,906	18,618	21,250	40,429
应收账款	978.57	800.08	1,570	1,920	2,632
其他应收账款	606.91	918.76	719.63	1,859	1,608
预付账款	693.36	381.03	1,194	1,107	1,803
存货	5,943	8,060	5,226	19,723	12,925
其他流动资产	66.94	180.13	180.39	180.19	180.39
非流动资产	7,269	8,442	8,700	10,561	11,865
长期投资	284.33	254.69	275.25	300.41	323.28
固定投资	1,932	1,632	1,820	3,349	4,354
无形资产	1,202	2,504	2,735	2,975	3,272
其他非流动资产	3,851	4,051	3,870	3,936	3,916
资产总计	26,847	30,687	36,208	56,601	71,443
流动负债	7,793	7,961	7,434	15,843	13,698
短期借款	289.05	223.95	223.95	699.97	223.95
应付账款	2,859	3,537	1,882	7,429	5,375
其他流动负债	4,645	4,200	5,328	7,714	8,099
非流动负债	469.77	415.43	415.43	415.43	415.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	469.77	415.43	415.43	415.43	415.43
负债合计	8,263	8,377	7,850	16,259	14,113
少数股东权益	2,349	2,421	3,757	5,865	8,899
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
资本公积	3,844	3,852	3,852	3,852	3,852
留存公积	10,414	13,961	19,014	28,532	42,135
归属母公司股东权益	16,235	19,890	24,601	34,477	48,431
负债和股东权益	26,847	30,687	36,208	56,601	71,443

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,722	2,926	8,686	5,582	22,281
净利润	3,935	5,415	7,454	12,994	17,762
折旧摊销	370.99	407.90	415.34	528.50	691.96
财务费用	(6.98)	10.69	(51.38)	84.99	(89.88)
投资损失	(50.63)	(965.28)	(53.43)	(57.80)	(54.51)
营运资金变动	(1,775)	(2,150)	924.04	(7,963)	3,979
其他经营现金	248.67	207.74	(2.34)	(4.56)	(6.89)
投资活动现金	(1,906)	(1,099)	(619.57)	(2,331)	(1,941)
资本支出	1,582	1,498	653.07	2,365	1,973
长期投资	8.52	6.59	(20.56)	(25.16)	(22.86)
其他投资现金	(332.76)	392.85	54.07	58.68	54.98
筹资活动现金	(1,149)	(1,646)	(1,354)	(1,095)	(685.01)
短期借款	186.98	(65.11)	0.00	476.03	(476.03)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1.60	8.09	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,337)	(1,589)	(1,354)	(1,571)	(208.98)
现金净增加额	(246.64)	266.62	6,712	2,156	19,655

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47,007	47,966	52,618	85,611	111,818
营业成本	27,518	24,273	26,572	43,662	57,135
营业税金及附加	659.36	771.82	701.85	1,188	1,603
营业费用	11,601	14,904	13,649	20,547	25,718
管理费用	1,601	1,549	1,746	2,803	3,686
财务费用	(6.98)	10.69	(51.38)	84.99	(89.88)
资产减值损失	(298.31)	(378.23)	(155.83)	(182.91)	(202.29)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	50.63	965.28	53.43	57.80	54.51
营业利润	5,426	7,109	9,929	17,239	23,657
营业外收入	25.35	66.37	66.37	66.37	66.37
营业外支出	115.60	14.50	14.50	14.50	14.50
利润总额	5,336	7,160	9,981	17,291	23,709
所得税	1,401	1,746	2,527	4,297	5,947
净利润	3,935	5,415	7,454	12,994	17,762
少数股东损益	840.41	785.72	1,337	2,108	3,033
归属母公司净利润	3,095	4,629	6,117	10,886	14,729
EBITDA	5,386	7,225	9,952	17,249	23,503
EPS (人民币, 基本)	1.59	2.37	3.13	5.58	7.54

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	66.21	2.04	9.70	62.70	30.61
营业利润	40.81	31.00	39.68	73.62	37.23
归属母公司净利润	22.29	49.58	32.15	77.96	35.29
获利能力 (%)					
毛利率	41.46	49.40	49.50	49.00	48.90
净利率	8.37	11.29	14.17	15.18	15.88
ROE	21.17	24.27	26.28	32.21	30.98
ROIC	101.03	80.91	163.73	104.32	270.38
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.78	27.30	21.68	28.72	19.75
净负债比率 (%)	(58.16)	(50.93)	(63.74)	(50.15)	(69.57)
流动比率	2.51	2.79	3.70	2.91	4.35
速动比率	1.65	1.71	2.81	1.58	3.26
营运能力					
总资产周转率	1.97	1.67	1.57	1.84	1.75
应收账款周转率	48.84	53.94	44.40	49.06	49.13
应付账款周转率	10.74	7.59	9.81	9.38	8.92
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.59	2.37	3.13	5.58	7.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	1.50	4.45	2.86	11.41
每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	12.60	17.66	24.80
估值比率					
PE (倍)	208.83	139.62	105.65	59.37	43.88
PB (倍)	39.81	32.49	26.27	18.75	13.34
EV EBITDA (倍)	118.43	88.22	63.50	36.63	26.18

免责声明

分析师声明

本人，梅昕、孙丹阳、王莎莎、沈晓峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师梅昕、孙丹阳、王莎莎、沈晓峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司