三亚机场离岛免税店落定，11 月底有望开业

——中国中免公司点评

公司点评

● 事件：中国中免公告设立三亚机场免税店公司

9 月 8 日，中国中免发布公告，同意公司全资孙公司中免集团三亚市内免税店有限公司与三亚临空实业投资开发有限公司以现金方式共同投资人民币 1 亿元设立中免凤凰机场免税店有限公司（暂定名）。并同意按照有关规定和要求申请离岛免税经营权。

● 三亚机场店中免占 51%股权，海航基础关联方持股 49%

三亚机场免税店的股权结构为：中免集团三亚市内免税店有限公司出资 5,100 万元，持股比例为 51%；三亚临空实业投资开发有限公司出资 4,900 万元，持股比例为 49%。三亚临空实业为三亚机场公司 100%持有，而海航基础为三亚机场公司的间接控股股东。这与海口美兰机场基本类似（海免持股 51%，海航基础持股 49%）。

● 三亚机场店预计 11 月底开业

海南省计划年内在三亚增开 3 家离岛免税店，包括凤凰机场店和 2 家市内店。根据海南省政府要求，新设立的免税店经营企业须在提出设立离岛免税店的申请，并由财政部会同海关总署、税务总局、商务部审核后，确保能在 2020 年 11 月 28 日前完成免税店建设并开业。这意味着，中免经营的三亚机场离岛免税店预计在 11 月底正式开门迎客，为公司四季度收入贡献部分增量。

● 三亚机场旅客吞吐量超 2000 万，将提高免税消费渗透率

2019 年三亚凤凰国际机场完成运输起降 12.3 万次，运输旅客 2016.4 万次。机场免税店作为省外游客到访三亚的第一站与离岛的最后一站购物点，未来将持续有助于提升离岛免税渗透率。2015-2019 年，三亚海棠湾市内店的渗透率从 6.75%逐步增长到 9%，但还是处于偏低水平。机场店开设后，三亚市整体离岛游客购买免税品的人次将实现放量，渗透率进一步提升。

● 政策红利促进公司离岛免税持续高增长，维持“强烈推荐”评级

免税政策红利促进公司离岛免税持续爆发式增长，我们预计公司 2020-2022 年实现营收 549.36 亿元、957.79 亿元、1260.97 亿元，同比增长 14.53%、74.35%、31.65%；归母净利润分别为 42.67 亿元、95.73 亿元、132.28 亿元，同比增长-7.83%、124.36%、38.18%；对应 2020-2022 年 PE 分别为 94、42、30 倍。维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示： 疫情反复风险，市场竞争风险，政策风险，经营管理风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,007	47,966	54,936	95,779	126,097
增长率(%)	66.2	2.0	14.5	74.3	31.7
净利润(百万元)	3,095	4,629	4,267	9,573	13,228
增长率(%)	22.3	49.6	-7.8	124.4	38.2
毛利率(%)	41.5	49.4	45.9	54.5	57.0
净利率(%)	6.6	9.7	7.8	10.0	10.5
ROE(%)	21.2	24.3	17.9	30.7	30.6
EPS(摊薄/元)	1.59	2.37	2.19	4.90	6.77
P/E(倍)	129.7	86.72	94.08	41.93	30.3
P/B(倍)	24.7	20.2	17.6	13.0	9.3

强烈推荐（维持评级）

姚轩杰（分析师）
010-69004656
yaoxuanjie@xsdzq.cn
证书编号：S0280518010001

市场数据	时间 2020.09.11
收盘价(元):	207.21
一年最低/最高(元):	66.5/249.0
总股本(亿股):	19.52
总市值(亿元):	4,045.72
流通股本(亿股):	19.52
流通市值(亿元):	4,045.72
近 3 月换手率:	64.59%

股价一年走势



相关报告

《离岛免税和日上直邮高增长，全年机场租金有望下调》2020-09-01

《7 月销售额大增 240%，中免全年离岛免税收入或接近 300 亿》2020-08-09

《短期业绩利空消退，免税新政促下半年业绩增长大幅提速》2020-07-19

《政策超预期或促离岛免税规模达 600 亿，中免业绩有望加速增长》2020-07-01

《更名中国中免，战略方向全面聚焦免税业务》2020-06-18

1、 中免三亚机场离岛免税店正式落定

9 月 8 日，中国中免发布公告，同意公司全资孙公司中免集团三亚市内免税店有限公司与三亚临空实业投资开发有限公司以现金方式共同投资人民币 1 亿元设立中免凤凰机场免税店有限公司（暂定名，正式名称以工商注册为准）。并同意按照有关规定和要求申请离岛免税经营权。

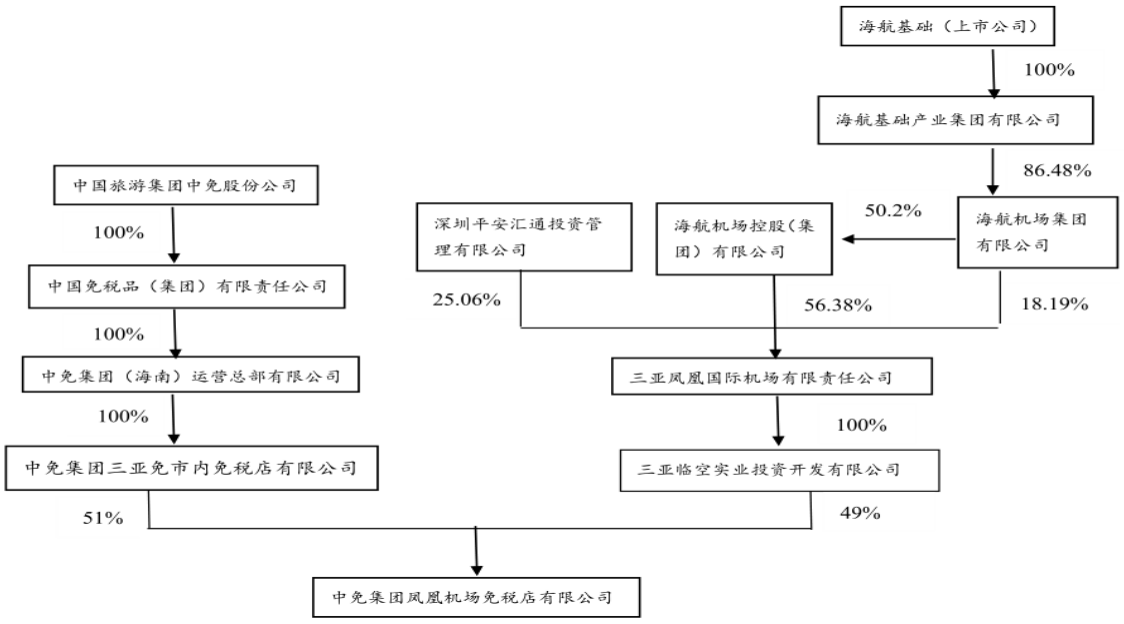
中免此前在三亚凤凰机场开设免税体验店，如今机场离岛免税店正式落定，符合预期。

三亚机场离岛免税店的股权结构为：中免集团三亚市内免税店有限公司出资 5,100 万元，持股比例为 51%；三亚临空实业投资开发有限公司出资 4,900 万元，持股比例为 49%。

天眼查显示，三亚临空实业公司为三亚凤凰国际机场有限责任公司 100%持有。穿透股权后我们发现，海航系上市公司海航基础为三亚机场公司的间接控股股东。

三亚机场离岛免税店的股权结构与海口美兰机场基本类似（海免持股 51%，海航基础持股 49%）。三亚机场离岛免税店可以称作中国中免与海航基础在免税新政后进一步深入合作的范例。具体股权结构如下图：

图1： 三亚机场离岛免税店股权图



资料来源：公司公告，天眼查，新时代证券研究所

2、 三亚机场店有望 11 月底开业，贡献四季度收入增量

8 月 19 日，海南省政府宣布，海旅投免税品有限公司及全球消费精品海南发展贸易有限公司获得离岛免税牌照；并表示计划年内在三亚增开 3 家离岛免税店，包括凤凰机场店和 2 家市内店，其中 1 家市内店将引进省外免税牌照方经营。

根据海南省政府要求，新设立的免税店经营企业须在提出设立离岛免税店的申请，并由财政部会同海关总署、税务总局、商务部审核后，确保能在 2020 年 11 月 28 日前完成免税店建设并开业。

这意味着，中免经营的三亚机场离岛免税店预计在 11 月底正式开门迎客，为

公司四季度收入贡献部分增量。

3、 三亚机场旅客吞吐量超 2000 万，将提高免税消费渗透率

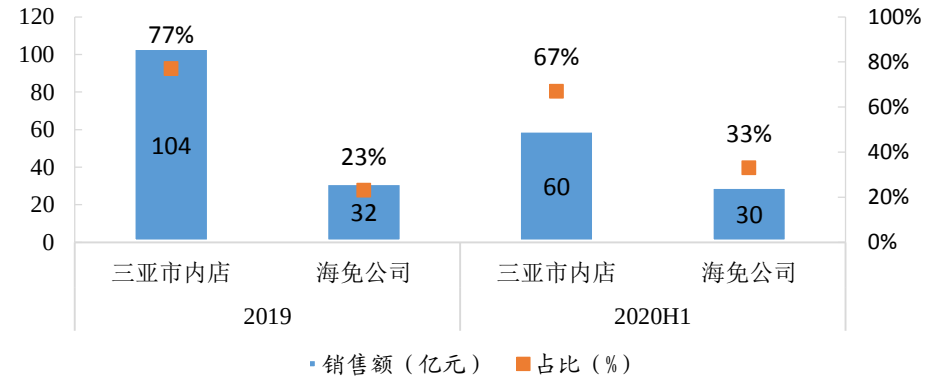
中国民航局数据显示，2019 年三亚凤凰国际机场完成运输起降 12.3 万架次、运输旅客 2016.4 万人次。

相比之下，2019 年海口美兰国际机场完成运输起降 16.4 万架次、运输旅客 2422.7 万人次，高于三亚机场。

但是三亚机场游客质量、消费能力远高于美兰机场。从海南离岛免税销售规模的占比情况看，三亚占比在 70%左右，海口占比约 30%。

2019 年，三亚市内店销售额为 104 亿元，占海南全岛免税销售额比例为 76.5%；海免公司销售额为 32 亿元，占比为 23.5%；2020H1，三亚市内店销售额 60 亿元，占比为 67%；海免公司销售额为 30 亿元，占比为 33%。

图2： 近两年三亚、海口免税销售额及占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

三亚机场位于三亚市西北 11 公里处，名胜美景环布周围，东面是美丽的“鹿回头”，西边是闻名遐迩的“天涯海角”，北靠凤凰山，南临南中国海。

三亚的游客分布基本为东西方向，西部是南山、大小洞天和天涯海角景区，中部是三亚市区、火车站、三亚千古情和亚龙湾休闲娱乐区，西部是海棠湾酒店群、亚特兰蒂斯、蜈支洲岛和海昌公园度假区。

图3： 三亚机场位置图



资料来源：高德地图，新时代证券研究所

中免的三亚海棠湾免税店基本覆盖了东部客群，如今机场开设新的离岛免税店可以覆盖西部和中部客群，至此中免的免税店布局几乎辐射到了三亚市所有游客群。

三亚机场店将有效提升离岛免税消费的渗透率。机场免税店作为省外游客到访三亚的第一站与离岛的最后一站购物点，其区位优势得天独厚，未来将持续有助于提升离岛免税渗透率。

2015-2019 年，三亚海棠湾市内店的渗透率从 6.75%逐步增长到 9%，但还是处于偏低水平。机场店开设后，机场免税的购物将会快速增加，三亚市整体离岛游客购买免税品的人次将实现放量，渗透率进一步提升。

表1： 2015-2019 年三亚市内店渗透率情况

指标	2015	2016	2017	2018	2019
过夜旅客（万人次）	1496	1652	1831	2076	2379
购物旅客（万人次）	101	97	131	170	217
渗透率（购物/过夜）	6.75%	5.87%	7.15%	8.19%	9.12%

资料来源：公司公告，海南统计局，新时代证券研究所

更重要的是，离岛免税新政自 7 月 1 日实施后，国人购买免税品的动力得到大幅提升，消费潜力快速释放，带动离岛免税消费规模实现 200%以上增长，免税消费的渗透率也迅猛提升。据海南省商务厅数据，7 月份从海南省空港和海港口岸离岛旅客人次约为 160 万人次，其中在免税店购买免税品有 46.7 万人次，占离岛旅客总人次的 29%，与去年同期的 12%相比，增长了一倍还多。

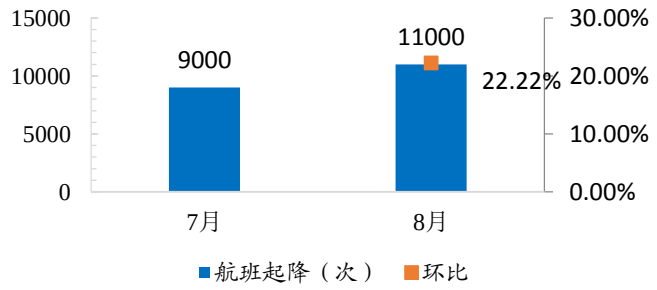
4、 三亚机场航班恢复 95%全国第一

随着国内疫情防控取得阶段性重要成果，全国复工复产、复商复市稳步推进，三亚航空市场需求逐渐恢复。根据民航数据显示，在国内 13 家 2000 万级同类型机场中，三亚机场 2020 年 5、6 月份的客流量同比恢复比例分别位居第二名和第三名，明显高于全国民航平均水平。6 月份，三亚机场在国际航班暂未恢复的情况下，国内航班量恢复到同期的 94%左右，成为内地千万级机场中恢复程度最高的机场之一。

离岛免税政策实施以来，游客前往三亚的热情大涨，机场旅客吞吐量增势明显。航班管家数据显示，7 月份千万级以上机场同比恢复率排名中，三亚凤凰机场航班量同比恢复率为 95.23%，位列全国第一。

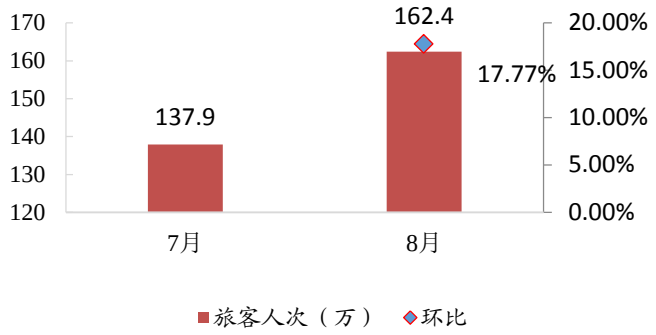
民航数据显示，海航集团旗下三亚凤凰国际机场 2020 年暑运期间累计保障航班起降 2 万架次，保障旅客 300.3 万人次。其中 8 月份三亚机场累计保障航班起降 1.1 万架次，保障旅客 162.4 万人次，同比分别增长 10.8%和 4.1%。这标志着疫情发生以来，三亚机场月度航班起降、旅客吞吐量首次同时出现正增长。

图4： 三亚机场 7-8 月航班起降及增速



资料来源：民航数据，新时代证券研究所

图5： 三亚机场 7-8 月旅游人次及增速



资料来源：民航数据，新时代证券研究所

5、 盈利预测及投资建议

根据中报情况，公司的离岛免税、日上直邮业绩增长超预期，下半年有望继续实现高增长；同时，年底三亚机场店开业贡献部分收入增量，机场租金下调减轻公司费用支出等有利情形，我们预计公司 2020-2022 年实现营收 549.36 亿元、957.79 亿元、1260.97 亿元，同比增长 14.53%、74.35%、31.65%；归母净利润分别为 42.67 亿元、95.73 亿元、132.28 亿元，同比增长-7.83%、124.36%、38.18%；对应 2020-2022 年 PE 分别为 94、42、30。对于中免来说，其免税业务处于黄金赛道、朝阳行业；增长加速、业绩长牛，长期看公司龙头优势明显，业绩高增长持续性良好，具有较高估值溢价空间，未来仍有较大市值增长潜力，维持“强烈推荐”评级。

6、 风险提示

疫情反弹风险、市场竞争风险、政策风险、经营管理风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**19578**	**22246**	**26743**	**30997**	**44044**
现金	11289	11906	15251	12576	35478
应收票据及应收账款合计	979	800	800	830	855
其他应收款	607	919	829	1347	1220
预付账款	693	381	849	1138	948
存货	5943	8060	8833	14925	5363
其他流动资产	67	180	180	180	180
非流动资产	**7269**	**8442**	**8898**	**11241**	**12802**
长期投资	284	255	258	287	329
固定资产	1932	1632	1943	3852	5016
无形资产	1202	2504	2735	2975	3272
其他非流动资产	3851	4051	3963	4128	4185
资产总计	**26847**	**30687**	**35641**	**42238**	**56846**
流动负债	**7793**	**7961**	**9758**	**7048**	**8042**
短期借款	289	224	234	251	268
应付票据及应付账款合计	2859	3537	3549	3549	3549
其他流动负债	4645	4200	5975	3249	4226
非流动负债	**470**	**415**	**415**	**415**	**415**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	470	415	415	415	415
负债合计	**8263**	**8377**	**10173**	**7464**	**8458**
少数股东权益	2349	2421	2717	3813	5413
股本	1952	1952	1952	1952	1952
资本公积	3844	3852	3852	3852	3852
留存收益	10414	13961	16708	23510	33107
归属母公司股东权益	16235	19890	22751	30962	42975
负债和股东权益	**26847**	**30687**	**35641**	**42238**	**56846**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2722**	**2926**	**5796**	**1759**	**26999**
净利润	3935	5415	4563	10669	14828
折旧摊销	371	408	421	556	745
财务费用	-7	11	327	338	815
投资损失	-51	-965	-75	-112	-164
营运资金变动	-1775	-2150	634	-9655	10831
其他经营现金流	249	208	-75	-36	-56
投资活动现金流	**-1906**	**-1099**	**-728**	**-2752**	**-2085**
资本支出	1582	1498	379	2279	1463
长期投资	9	7	-3	-26	-42
其他投资现金流	-316	406	-352	-499	-664
筹资活动现金流	**-1149**	**-1646**	**-1723**	**-1683**	**-2012**
短期借款	187	-65	10	16	18
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	8	0	0	0
其他筹资现金流	-1337	-1589	-1733	-1700	-2029
现金净增加额	**-247**	**267**	**3345**	**-2676**	**22902**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**47007**	**47966**	**54936**	**95779**	**126097**
营业成本	27518	24273	29715	43597	54170
营业税金及附加	659	772	733	1329	1807
营业费用	11601	14904	17250	33403	46479
管理费用	1601	1549	1648	4617	5775
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-7	11	327	338	815
资产减值损失	298	-378	-93	-201	-441
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	37	69	23	54	46
投资净收益	51	965	75	112	164
营业利润	**5426**	**7109**	**5453**	**12863**	**17701**
营业外收入	25	66	12	75	78
营业外支出	116	14	273	233	113
利润总额	**5336**	**7160**	**5192**	**12705**	**17666**
所得税	1401	1746	629	2036	2838
净利润	**3935**	**5415**	**4563**	**10669**	**14828**
少数股东损益	840	786	296	1096	1600
归属母公司净利润	**3095**	**4629**	**4267**	**9573**	**13228**
EBITDA	5386	7225	5242	12880	17928
EPS（元）	1.59	2.37	2.19	4.90	6.77

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	66.2	2.0	14.5	74.3	31.7
营业利润(%)	40.8	31.0	-23.3	135.9	37.6
归属于母公司净利润(%)	22.3	49.6	-7.8	124.4	38.2
获利能力					
毛利率(%)	41.5	49.4	45.9	54.5	57.0
净利率(%)	6.6	9.7	7.8	10.0	10.5
ROE(%)	21.2	24.3	17.9	30.7	30.6
ROIC(%)	101.0	80.9	61.8	55.4	220.3
偿债能力					
资产负债率(%)	30.8	27.3	28.5	17.7	14.9
净负债比率(%)	-58.2	-50.9	-57.7	-34.5	-72.1
流动比率	2.5	2.8	2.7	4.4	5.5
速动比率	1.7	1.7	1.7	2.1	4.7
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.7	1.7	2.5	2.5
应收账款周转率	48.8	53.9	68.7	117.5	149.7
应付账款周转率	10.7	7.6	8.5	8.5	8.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.59	2.37	2.19	4.90	6.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	1.53	2.97	0.90	13.83
每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	11.65	15.86	22.01
估值比率					
P/E	129.7	86.7	94.1	41.9	30.3
P/B	24.7	20.2	17.6	13.0	9.3
EV/EBITDA	73.0	54.3	74.3	30.5	20.7

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姚轩杰，社服行业首席分析师，中国人民大学硕士，5 年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/