

公司研究

机场保底调整利好长期盈利，免税龙头业绩再创新高

——中国中免（601888.SH）2020年业绩快报点评

要点

事件：公司发布业绩快报，2020年营收526.18亿/+8.24%，实现归母净利61.17亿/同比+32.07%，扣非归母净利59.38亿/同比+55.05%，符合预期。

上海机场保底大幅调整，缩减20年销售费用：受疫情影响，上海机场国际客流大幅下滑，上海机场租赁合同大幅调整，原先方案调整为当月实际国际客流≤2019年月均实际国际客流×80%时，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。当月实际国际客流>2019年月均实际国际客流×80%时，“月实收费用”按照“月保底销售提成”收取，“月保底销售提成”为当年保底销售提成的平均值，年保底销售提成与当年实际国际客流挂钩。此方案自2020年3月1日起执行，2020年应付租金同比减少约70%，按照上机此前方案约定，2020年原保底为41.58亿，现2020租金11.56亿，导致销售费用大幅下降。长期来看，未来租金保底将作为天花板，机场利润率受租金限制有所减弱，业务盈利空间打开。

摆脱疫情影响，Q4营收增速再提升：Q4营收174.8亿/同比+41.17%，归母净利29.53亿元，同比增长581.94%，营收增速相比Q3(+38.29%)继续提升，剔除租金调整影响，我们预计Q4单季度归母净利润约18亿左右，打折促销，存货减值等项目导致净利润率有所下滑。

离岛免税销售强劲，未来看点仍在客单价提升：受2020年7月1日海南离岛免税新政实施的影响，公司离岛免税业务同比实现较大幅度增长，特别是毛利率较高的奢侈品箱包、腕表和贵重珠宝的销售同比大幅增长，2020年离岛免税全年销售327.2亿，同比增长127%，其中新政以来，全省离岛免税店共实现销售额235.6亿元，同比增长216%；购物人数304.4万人次，同比增长62%。客单价达7730元，主要因毛利率较高的奢侈品箱包、腕表和贵重珠宝销售占比大幅增长。其中香化销售金额占比52%，手表首饰占比24%，服装箱包占比19%。海南政府工作报告中指出2021年将用好离岛免税购物政策和本岛居民免税购买进境商品等政策，力争免税销售突破600亿元。“十四五”时期，海南计划吸引免税购物回流3000亿元。长期来看，离岛免税仍将保持高速增长态势，店内设计商品结构仍有优化空间，未来客单价提升在于重奢引进。

盈利预测、估值与评级：因上海机场保底调整，我们上调20-22年EPS为3.16、5.65、7.49元（原为2.76、4.36、5.39元），公司积极应对市场变化，线上布局发力叠加离岛免税利好政策出台，我们维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响下居民购买力下降、政策落地不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	47,007	47,966	52,736	86,078	103,701
营业收入增长率	66.21%	2.04%	9.94%	63.23%	20.47%
净利润（百万元）	3,095	4,629	6,179	11,033	14,627
净利润增长率	22.29%	49.58%	33.48%	78.56%	32.57%
EPS（元）	1.59	2.37	3.16	5.65	7.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.06%	23.27%	25.05%	32.58%	32.30%
P/E	185	124	93	52	39
P/B	35.4	28.9	23.3	16.9	12.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-01-28

买入（维持）

作者

分析师：唐佳睿 CFA, CPA(Aust.), CAIA, FRM

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@ebsecn.com

分析师：李泽楠

执业证书编号：S0930520030001

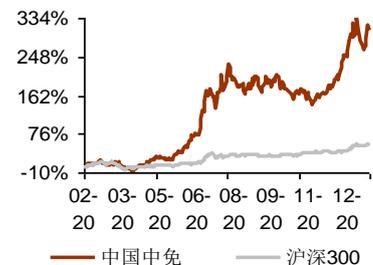
021-52523875

lizn@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	19.52
总市值(亿元)	5603.62
一年最低/最高(元)	66.50/323.08
近3月换手率	44.59%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.61	35.31	254.78
绝对	11.74	47.44	299.88

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47,007	47,966	52,736	86,078	103,701
营业成本	27,518	24,273	30,587	48,204	55,998
折旧和摊销	252	291	231	247	264
税金及附加	659	772	422	1,291	1,556
销售费用	11,601	14,904	10,705	17,474	21,051
管理费用	1,601	1,549	1,703	2,780	3,350
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-7	11	6	36	-64
投资收益	51	965	10	10	10
营业利润	5,426	7,109	9,909	16,904	22,546
利润总额	5,336	7,160	9,900	16,895	22,537
所得税	1,401	1,746	2,871	4,562	6,310
净利润	3,935	5,415	7,029	12,333	16,227
少数股东损益	840	786	850	1,300	1,600
归属母公司净利润	3,095	4,629	6,179	11,033	14,627
EPS(按最新股本计)	1.59	2.37	3.16	5.65	7.49

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,722	2,926	2,243	9,908	19,931
净利润	3,095	4,629	6,179	11,033	14,627
折旧摊销	252	291	231	247	264
净营运资金增加	5,509	2,057	6,228	11,035	890
其他	-6,134	-4,051	-10,395	-12,408	4,151
投资活动产生现金流	-1,906	-1,099	-290	-515	-290
净资本支出	-1,579	-1,498	-250	-450	-250
长期投资变化	284	255	0	0	0
其他资产变化	-611	144	-40	-65	-40
融资活动现金流	-1,149	-1,646	-675	-1,057	-4,910
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	187	-65	737	807	-1,767
无息负债变化	2,155	179	-1,269	3,028	1,235
净现金流	-247	267	1,278	8,336	14,731

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	41.5%	49.4%	42.0%	44.0%	46.0%
EBITDA 率	12.2%	15.3%	18.4%	20.0%	21.9%
EBIT 率	11.4%	14.4%	18.0%	19.7%	21.7%
税前净利润率	11.4%	14.9%	18.8%	19.6%	21.7%
归母净利润率	6.6%	9.7%	11.7%	12.8%	14.1%
ROA	14.7%	17.6%	19.6%	24.6%	25.9%
ROE (摊薄)	19.1%	23.3%	25.1%	32.6%	32.3%
经营性 ROIC	21.0%	24.9%	24.7%	32.1%	41.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	31%	27%	22%	23%	18%
流动比率	2.51	2.79	3.67	3.67	5.01
速动比率	1.75	1.78	2.23	2.39	3.97
归母权益/有息债务	56.17	88.81	25.67	19.16	-
有形资产/有息债务	83.41	118.03	32.84	25.97	-

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	26,847	30,687	35,779	50,119	62,606
货币资金	11,289	11,906	13,184	21,520	36,251
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	979	800	1,055	1,722	2,074
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	607	919	949	1,549	1,867
存货	5,943	8,060	10,705	14,461	11,200
其他流动资产	67	180	180	180	180
流动资产合计	19,578	22,246	27,297	41,360	53,811
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	284	255	255	255	255
固定资产	1,932	1,632	1,627	1,686	1,682
在建工程	833	399	404	513	490
无形资产	1,202	2,504	2,504	2,503	2,503
商誉	822	822	822	822	822
其他非流动资产	1,261	515	515	515	515
非流动资产合计	7,269	8,442	8,482	8,759	8,795
总负债	8,263	8,377	7,845	11,679	11,147
短期借款	289	224	961	1,767	0
应付账款	2,859	3,537	3,059	4,820	5,600
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	687	105	0	0	0
其他流动负债	-128	0	0	0	0
流动负债合计	7,793	7,961	7,436	11,271	10,738
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	345	319	319	319	319
非流动负债合计	470	415	409	409	409
股东权益	18,584	22,310	27,934	38,439	51,459
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
公积金	4,615	4,900	4,900	4,900	4,900
未分配利润	9,643	12,912	17,685	26,891	38,311
归属母公司权益	16,235	19,890	24,663	33,869	45,289
少数股东权益	2,349	2,421	3,271	4,571	6,171

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	25%	31%	20%	20%	20%
管理费用率	3%	3%	3%	3%	3%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
研发费用率	0%	0%	0%	0%	0%
所得税率	26%	24%	29%	27%	28%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.55	0.72	0.94	1.64	2.16
每股经营现金流	1.39	1.50	1.15	5.07	10.21
每股净资产	8.32	10.19	12.63	17.35	23.20
每股销售收入	24.08	24.57	27.01	44.09	53.11

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	185	124	93	52	39
PB	35.4	28.9	23.3	16.9	12.7
EV/EBITDA	103	80	60	34	25
股息率	0%	0%	0%	1%	1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，也不将与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------