

证券研究报告—动态报告/公司快评

社会服务

旅游综合 II

中国中免 (601888)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年01月31日

2020 年业绩表现靓丽，重签租金协议彰显公司议价能力

证券分析师: 曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003
证券分析师: 钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003
证券分析师: 姜甜	0755-81981367	jiangtian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080005

事项:

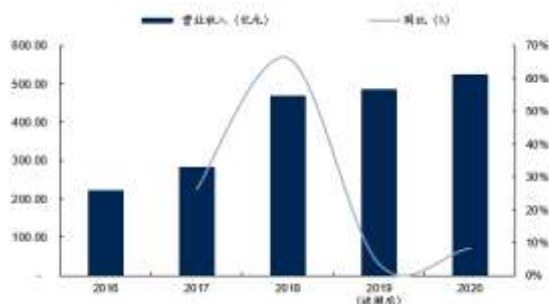
1月29日晚,中国中免公布业绩快报,2020年公司实现营业收入526.18亿元/+8.24%,归母业绩61.17亿元/+32.07%。
国信社服观点: 1) 2020年业绩快报符合我们预期,但此前市场预期较为混乱,机场保底租金、所得税率等带来预期差异。2) 中免与上海机场重新签订租金补充协议,核心在于与国际客流挂钩,相对不受销售额扣点约束,且此前的保底租金成为最高可能缴纳的租金,有助于明显减少公司未来5年租金压力。3) **投资建议:** 暂不考虑首都等机场2020年租金谈判后续影响,考虑上海机场租金补充协议等,略上调21-22年盈利,预计公司20-22年EPS 3.13/5.03/6.74元,对应2021-2022年动态PE58/44x。公司2020年有望成为全球免税第一,规模渠道优势突出,疫情下的业绩表现及与上海机场租金补充协议侧面印证公司龙头优势。虽然海南离岛免税竞争格局发生变化,但中免也在渠道卡位、会员营销、线上布局等方面积极布局,并借海外疫情之机全面提升起综合采购能力。中线来看,中免依托行业红利+规模渠道优势,后续依然具有很多的挖潜空间,且未来依然有国人离境免税政策尚待落地,仍维持公司“买入”评级。

评论:

■ 公司2020年业绩增长32%,扣非增55%,整体符合我们预期

根据中国中免公布的业绩快报,2020年,公司实现营业收入526.18亿元/+8.24%(若剔除2019Q1国旅总社收入影响,估算同比10%+),实现营业利润96.94亿元/+31.78%,实现归母业绩61.17亿元/+32.07%,扣非业绩59.38亿元/+55.05%,EPS3.13元,完全符合我们预期(我们12月30日外发公司报告《海南离岛免税进入新格局,蛋糕做大+效能激发更关键》报告预计公司2020年业绩61.27亿),但市场此前预期较为混乱。

图1: 中国中免收入年度增长情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 中国中免业绩和扣非业绩年度增长情况

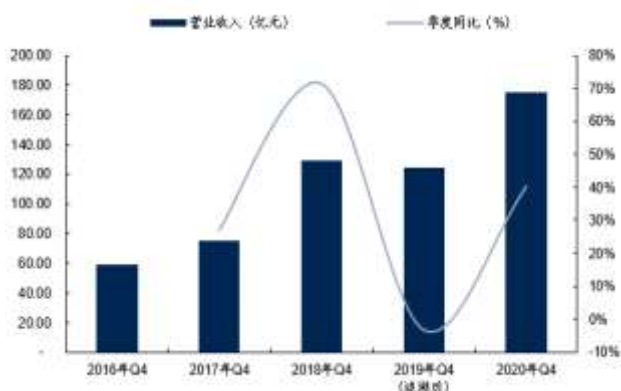


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ Q4 业绩估算分拆初探：保底租金、所得税率及季度性业绩特点估算差异带来预期差异

2020Q4，考虑收购海免追溯调整 19Q4 数据影响，公司实现收入 174.79 亿元/+40.30%，主要来自海南离岛免税的靓丽表现，实现归母业绩 29.53 亿元/+608.28%，实现扣非后业绩 29.46 亿元/+614.63%，主要来自三个方面的驱动：一是公司海南离岛免税的靓丽表现，二是上海机场租金调整带来的部分费用冲回，三是 2019Q4 因资产减值、计提存货跌价准备等因素基数相对较低。

图 3：中国中免每年四季度营收增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：中国中免每年四季度业绩和归母业绩增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结合我们此前对中免三季报的点评，我们预计此前香港机场因疫情影响其保底租金按照相对优惠方式计提。但是，结合我们的跟踪及公司业绩快报，我们预计首都机场、广州机场 2020 年业绩快报时仍按照保底租金计提。

部分投资者的预期差，我们预计主要受以下因素影响：

- 1、不同保底租金冲回假设带来预测差异，我们估算上海机场租金调整贡献 Q4 业绩约 7.48 亿元。根据公司公告，2020 年日上上海保底租金下调，且结合上海机场公告，日上上海对上海机场全年实际缴纳租金为 11.56 亿元。考虑其 2020 年原保底租金为 41.58 亿元，且前三季度按保底租金计提，我们估算日上上海前三季度计提保底租金为 $41.58 \times 3/4 = 31$ 亿元，再综合所得税及归母权益影响，我们估算上述租金协议调整对中免带来费用冲回业绩贡献约 7.48 亿元。剔除其影响，估算 Q4 经营业绩约 22 亿元，其中北京机场、广州机场仍按保底租金计提，后面两者预计仍直接拖累公司业绩，估算单季业绩拖累约 3.3-3.7 亿元，据此估算中免 2020Q4 实际经营业绩在 25-26 亿元之间，预计基本主要系海南业务贡献。
- 2、所得税层面，虽然此前按照海南自贸港方案，公司未来若属于海南鼓励发展产业，其企业所得税有望享受 15% 的优惠税率，但考虑目前细则尚未正式明确，我们预计公司 2020 年海南业务仍然按 25% 所得税率计提。若 2021 年相关细则明确公司可适用优惠所得税率，则公司 2021 年海南业务有望享受 15% 所得税优惠。
- 3、季节性差异：公司 2020Q3 单季业绩为 22 亿元，对应首都、上海、广州机场租金均按保底租金计提，加回保底租金估算可比经营业绩在 29-30 亿之间（但不能完全排除是否有其他一次性冲回费用或递延所得税冲抵影响）。综合来看，Q4 估算经营业绩相对低于 Q3，除上述提及因素外，我们结合过往持续跟踪，预计不排除系存货跌价准备增加，年末年终奖计提、积分递延收益等多种因素影响。

需要说明的是，若未来首都、广州机场租金谈判取得进展，仍可能对公司期后事项或者 2021 年业绩产生影响，具体仍需要后续跟踪明确。

综合来看，我们估算其季度分拆表现如下，其中日上上海、首都机场免税、中免海南、公司总部整体等都考虑了年底部分年终奖计提等费用可能影响。

表 1: 中免 2020 年业绩拆分 (仅供参考)

	2020H1	2020Q3 估算	2020Q4 预计	2020E
海南免税零售端业绩	7.41	15.21	16.49	39.11
首都估算	-4.39	-2.40	-2.78	-9.57
日上上海	0.56	0.20	6.89	7.65
海南批发+总部其他	5.73	9.32	8.93	23.98
合计	9.31	22.33	29.53	61.17

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理估算

■ 与上海机场签订租金补充协议, 有助于优化未来 5 年日上上海租金费用

公司公告表示: 2020 年, 受疫情影响, 公司与上海机场签订补充协议, 主要涉及租金费用调整, 具体内容如下。

1、当月实际国际客流 \leq 2019 年月均实际国际客流 \times 80% 时, 按照“月实际销售提成”收取, 月实际销售提成 = 人均贡献 \times 月实际国际客流 \times 客流调节系数 \times 面积调节系数, 其中: “人均贡献”按 2019 年人均贡献水平设定为 135.28 元。

2、当月实际国际客流 $>$ 2019 年月均实际国际客流 \times 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。“国际客流”指国际及港澳台地区客流。

按照上海机场公告, 若当年实际国际客流 (X) 大于下表中当年度对应的客流区间最小值, 则取当年度对应的年保底销售提成; 若当年实际国际客流 (X) 小于等于下表中当年度对应的客流区间最小值, 则取 X 所在区间对应的年保底销售提成额。若 2022 年以后 (含) 的年实际国际客流 (X) 在 2019-2021 年所对应的区间内, 则对应年度的年保底销售提成的计算公式为: 2022 年后, 年保底销售提成 = 对应年度保底销售提成 \times (1+24.11%), 24.11% 为原合同中 T1 航站楼免税店规划面积与 T2 航站楼+S1 卫星厅+S2 卫星厅免税店规划面积之比。如下表所示。

表 2: 上海机场租金补充协议: 不同客流对应年保底租金情况

年度	年实际国际客流 X (单位: 万人次)	年保底销售提成 (单位: 亿元)
2019	$X \leq 4172$	35.25
2020	$4172 < X \leq 4404$	41.58
2021	$4404 < X \leq 4636$	45.59
2022	$4636 < X \leq 4868$	62.88
2023	$4868 < X \leq 5100$	68.59
2024	$5100 < X \leq 5360$	74.64
2025	$5360 < X$	81.48

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

3、上述费用调整自 2020 年 3 月 1 日起实施。2020 年 1-2 月预计按照原合同施行。我们参考 2020 年调整后租金合计 11.56 亿元, 推算 2020 年 3-12 月月均保底租金约 3500-4500 万左右。

综合来看, 展望未来 5 年, 我们估算日上上海对上海机场免税店租金调整情况如下, 在相应国际客流假设下, 公司按照补充协议调整后的新租金多数低于原有最低保底租金。

表 3: 日上上海未来 5 年保底租金估算

时期	国际客流假设	租金预计	原保底租金
2021	与 2020 年疫情后月均相当~恢复至 2019 年的 50%	5-22 亿	45.59
2022	假设恢复到 2019 年的 60%~90%	29-44 亿元	62.88
2023	假设恢复到 2019 年的 100%~115%	44-57 亿元	68.59
2024	假设恢复到 2019 年的 110%~130%	52-69 亿元	74.64
2025	假设恢复到 2019 年的 130%~140%	69-81 亿元	81.48

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 日上上海每年的租金系根据客流不同情况, 在同一客流区间, 对应的值系确定值, 但不同区间, 则租金值不同, 以上租金范围主要考虑跨不同客流区间的租金差异, 但每一年租金并非随客流变化线性波动。

我们认为, 上述租金调整核心在于主要与国际客流挂钩, 不再受销售额变化影响, 且此前的保底租金成为日上上海

最高可能缴纳的租金。不过，考虑未来离境市内免税店政策可能落地，则机场国际客流的免税购物消费可能被市内免税店分流，上述租金协议本质也在一定程度上有助于保证未来新政落地后，上海机场自身的租金利益。

我们认为，对中免而言，上述租金方案调整，一是短期在海内外疫情未结束国际客流未恢复下，中免的保底租金压力大幅降低；二是客流逐步恢复后，因主要根据国际客流计提而非此前保底扣点取孰高的模式，虽然不排除与未来离境市内免税店政策有望落地相关，但侧面也有助于鼓励中免持续做大机场销售额，最终其实也有助于上海机场整体购物环境的优化。总体来看，我们认为上述租金方案调整体现了互惠互利、合作共赢的思路，也侧面体现免税运营商龙头议价能力也有所提升。进一步地，随着中免对香港、上海机场的保底租金调整，我们认为公司未来进一步争取首都机场租金谈判优化等提供了有利条件。

■ 投资建议：2020年预计扣非增55%，规模+渠道等支撑中免成长，维持中免“买入”评级

暂不考虑首都机场等2020年租金谈判未来冲回等的影响，考虑上海机场租金补充协议等，略上调21-22年盈利，预计公司20-22年EPS 3.13/5.03/6.74元，对应2021-2022年动态PE58/44x。2020年，虽然有疫情影响，但公司一是通过线上发力积极对冲，二是得益于积极抓住海南离岛免税新政下的巨大机遇积极拓展离岛免税业务，三是争取疫情下上海机场免税保底租金部分调整等，疫情下整体表现可圈可点，尤其对比国外其他免税龙头表现，充分体现公司背靠国内市场庞大消费需求的核心优势与成长潜力。结合穆迪报告等相关报道，公司2020年上半年已经成为全球免税第一，预计2020年也有望成为全球免税第一，龙头地位突出。与上海机场的协议签订也侧面体现公司议价能力提升。目前，海南离岛免税已逐步步入多元运营主体适度竞争新格局。虽然新的4大免税运营主体进入后，海南离岛免税竞争格局发生变化，但中免也在渠道卡位、会员营销、线上布局等方面积极布局，并借海外疫情之机全面提升起综合采购能力。整体来看，国内免税产业在政策红利释放、消费力回流下，行业规模有望显著跃升，且海南离岛免税产业集聚效应未来也将逐步体现。中线来看，中免依托行业红利+规模渠道优势，后续依然具有很强的挖潜空间，且未来依然有国人离境免税政策尚待落地，维持公司“买入”评级。

■ 风险提示

政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险，国内大规模传染疫情风险，机场保底租金压力，汇率大幅贬值风险，自然灾害、恶劣天气等，新项目开业进度或开业经营可能低于预期。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 20-12-29	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国中免	买入	255.15	2.37	3.14	4.86	107.62	81.31	52.49	30.68
600258	首旅酒店	买入	20.26	0.90	-0.44	0.91	22.61	-46.04	22.21	2.45
600754	锦江酒店	买入	50.67	1.14	0.32	1.26	44.43	158.11	40.08	3.85
1179.HK	华住集团-S	增持	290.18	6.01	-2.64	6.50	48.28	-109.98	44.68	13.30
002607	中公教育	买入	34.33	0.29	0.39	0.55	117.33	87.37	62.10	71.68
300144	宋城演艺	买入	16.96	0.51	0.06	0.50	33.10	306.57	33.64	5.23
300662	科锐国际	增持	52.70	0.84	1.00	1.27	63.10	52.51	41.48	13.24
603043	广州酒家	买入	36.85	0.95	1.06	1.36	38.76	34.74	27.15	7.64
300010	豆神教育	买入	9.86	0.04	-0.08	0.32	279.85	-116.85	30.98	2.60
300192	科德教育	增持	14.09	0.27	0.61	0.76	51.97	23.04	18.55	5.69
603136	天目湖	增持	25.32	1.07	0.34	1.24	23.75	75.04	20.50	3.57
002159	三特索道	买入	12.01	0.08	0.51	0.44	150.13	23.47	27.18	1.73
000526	紫光学大	增持	52.47	0.14	0.09	0.63	374.79	568.46	83.89	60.14
600138	中青旅	买入	10.00	0.78	-0.18	0.72	12.74	-54.31	13.88	1.18
000888	峨眉山 A	增持	5.88	0.43	-0.20	0.40	13.70	-28.80	14.68	1.31
600054	黄山旅游	增持	8.74	0.47	-0.10	0.44	18.74	-86.32	19.82	1.56
000796	凯撒旅业	买入	13.50	0.16	-0.10	0.18	86.27	-141.07	75.04	4.89
002707	众信旅游	增持	4.99	0.08	-0.10	0.21	63.94	-48.73	23.54	2.13
002621	美吉姆	增持	5.54	0.20	-0.18	0.23	27.70	-30.78	24.09	3.81
000978	桂林旅游	增持	4.46	0.15	-0.26	0.19	29.19	-17.06	23.72	1.02
002033	丽江股份	增持	6.27	0.37	0.08	0.37	16.93	79.05	16.96	1.42

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	11906	20621	26488	35656
应收款项	1676	3316	4766	6141
存货净额	8060	2989	4299	5496
其他流动资产	604	1579	2269	2924
流动资产合计	22246	28505	37822	50217
固定资产	2031	2035	3090	3263
无形资产及其他	2504	2405	2306	2207
投资性房地产	3652	3652	3652	3652
长期股权投资	255	257	259	261
资产总计	30687	36854	47128	59599
短期借款及交易性金融负债	224	500	300	200
应付款项	3537	3378	4857	6210
其他流动负债	4200	4831	6806	8733
流动负债合计	7961	8709	11963	15143
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)
其他长期负债	415	415	415	415
长期负债合计	415	185	185	185
负债合计	8377	8895	12148	15328
少数股东权益	2421	3176	4106	5234
股东权益	19890	24783	30874	39036
负债和股东权益总计	30687	36854	47128	59599

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	2.37	3.13	5.03	6.74
每股红利	0.83	0.63	1.91	2.56
每股净资产	10.19	12.69	15.81	19.99
ROIC	24%	40%	92%	127%
ROE	23%	25%	32%	34%
毛利率	49%	43%	43%	43%
EBIT Margin	13%	17%	18%	18%
EBITDA Margin	14%	18%	18%	19%
收入增长	2%	10%	44%	29%
净利润增长率	50%	32%	61%	34%
资产负债率	35%	33%	34%	35%
息率	0.3%	0.2%	0.7%	0.9%
P/E	124.0	93.8	58.4	43.6
P/B	28.9	23.2	18.6	14.7
EV/EBITDA	86.2	61.5	42.6	32.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47966	52618	75640	97455
营业成本	24273	30254	43467	55549
营业税金及附加	772	789	1135	1462
销售费用	14904	11316	16036	20773
管理费用	1549	1100	1613	2049
财务费用	11	(391)	(577)	(774)
投资收益	965	100	50	50
资产减值及公允价值变动	378	0	0	0
其他收入	(693)	0	0	0
营业利润	7109	9650	14018	18446
营业外净收支	52	80	50	30
利润总额	7160	9730	14068	18476
所得税费用	1746	2432	2743	3492
少数股东损益	786	1180	1500	1820
归属于母公司净利润	4629	6117	9824	13164

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4629	6117	9824	13164
资产减值准备	85	74	165	82
折旧摊销	291	322	381	445
公允价值变动损失	(378)	0	0	0
财务费用	11	(391)	(577)	(774)
营运资本变动	(2421)	3002	168	136
其它	426	682	765	1046
经营活动现金流	2631	10196	11303	14873
资本开支	86	(301)	(1501)	(601)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	115	(303)	(1503)	(603)
权益性融资	18	0	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(1618)	(1223)	(3733)	(5002)
其它融资现金流	1089	276	(200)	(100)
融资活动现金流	(2130)	(1177)	(3933)	(5102)
现金净变动	617	8715	5867	9168
货币资金的期初余额	11289	11906	20621	26488
货币资金的期末余额	11906	20621	26488	35656
企业自由现金流	2847	9891	9827	14271
权益自由现金流	3935	10231	10091	14799

相关研究报告

- 《中国中免-601888-系列之五十一：海南离岛免税进入新格局，蛋糕做大+效能激发更关键》 ——2020-12-30
- 《中国中免-601888-系列之五十：海南进入免税销售旺季，短期区域竞争可能偏平和》 ——2020-12-29
- 《中国中免-601888-2020 年三季度报点评：Q3 业绩靓丽高增长，免税龙头中线成长仍可期》 ——2020-10-28
- 《中国中免-601888-2020 年半年报点评：渠道优化+政策助力推动营收高增长，龙头地位确保竞争优势》 ——2020-08-30
- 《中国国旅-601888-重大事件快评：整合海免实现海南南北卡位，规模优势助力长期成长》 ——2020-05-08

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032