

中国中免 (601888): 离岛免税有望持续放量, 租金减免业绩显著改善

2021年01月31日

强烈推荐/维持

中国中免 公司报告

事件: 公司发布 2020 年业绩快报, 实现营业收入 526.18 亿元, 同比增长 8.24%, 归母净利 61.17 亿元, 同比增长 32.07%, 扣非后同比增长 55.05%。

离岛免税持续高景气, Q4 单季度表现亮眼。2020 年 7 月免税新政实施以来, 离岛免税持续高增长, 日均销售额超 1.2 亿元, 同比增长超 2 倍。2020 年海南免税店销售额达 327 亿元 (含有税), 同比增长 127%。公司深耕离岛免税市场, 充分享受政策红利。冬季来临海南进入旅游旺季, 离岛免税维持高增长态势, 公司 Q4 实现营收 174.8 亿元, 同比增长 41.2% (Q3 为同比 +38.97%), 环比增长 10.4%, 单季度销售表现亮眼, 带动全年营收同比增速较 Q3 由负转正, 经营业绩持续改善。

机场租金减免带来利润大幅改善, 未来仍存在改善空间。受疫情影响机场客流显著下降, 但公司前三季度均按照保底租金全部计提销售费用。近期上海机场公告称与公司签署补充协议, 租金减免至 11.56 亿元, 较原计划保底租金 41.58 亿元减少约 30 亿元, 公司净利润大幅改善。公司与国内其他机场暂未达成租金减免协议, 但仍存在租金退还预期, 净利润仍有改善空间。疫苗的推广应用或加速全球疫情好转, 机场渠道有望恢复。但若 2021 年全球疫情仍未好转, 根据协议关于租金减免的约定, 机场渠道对整体业绩的影响可控。

内外双循环和消费回流背景下离岛免税有望持续放量, 疫情好转市内店政策有望落地, 公司作为行业龙头将显著获益, 行业竞争加剧但强者恒强。海南省表示 2021 年力争免税销售额突破 600 亿元, 到 2022 年占有中国 10% 的免税额度即 1000 亿元, 整个“十四五”期间将吸引免税回流 3000 亿元, 到 2030 年实现免税销售额 7000-8000 亿元。邮寄送达服务的开通、全岛免税销售网络的建设以及新参与者加入带来市场活力的释放, 离岛免税有望持续放量, 且疫情好转有望推动市内店政策落地, 公司作为行业龙头将充分受益。截至目前离岛免税市场主体增加至 5 个, 行业竞争加剧, 对运营商的供应链和运营能力提出了更高要求。公司长期深耕免税市场, 在品牌合作、供应商资源、运营管理和市场营销等多方面具有领先优势, 仍将稳坐龙头地位。

盈利预测: 考虑到离岛免税空间进一步放开, 叠加上海机场租金减免协议助力业绩增厚, 我们上调公司 2020-2022 年净利润分别至 61/122/169 亿元, 对应 EPS 为 3.1/6.2/8.6 元, 对应 PE 为 94/46/32 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 宏观经济波动, 超预期政策, 国内疫情反复, 离岛免税竞争加剧。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	47,007.32	47,966.50	52,618.41	84,126.60	110,708.68
增长率 (%)	66.21%	2.04%	9.70%	59.88%	31.60%
归母净利润 (百万元)	3,094.75	4,628.99	6,116.80	12,186.25	16,873.64
增长率 (%)	34.10%	37.60%	42.89%	83.35%	36.57%
净资产收益率 (%)	19.06%	23.27%	23.74%	32.57%	31.53%
每股收益 (元)	1.59	2.37	3.13	6.24	8.64
PE	133.75	89.42	93.84	47.10	34.02
PB	25.50	20.81	22.27	15.34	10.73

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

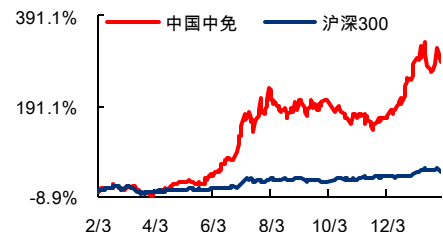
中国中免为目前国内免税零售龙头, 经营活动以免税商品销售为主, 主要包括烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务。

资料来源: wind, 东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间 (元)	319.1-66.95
总市值 (亿元)	5,740.28
流通市值 (亿元)	5,740.28
总股本/流通 A 股 (万股)	195,248/195,248
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.78

52 周股价走势图



资料来源: wind, 东兴证券研究所

分析师: 张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518070001

分析师: 王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520050002

研究助理: 魏宇萌

weiyu@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480120070031

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	19578	22246	29747	44494	63612	营业收入	47007	47966	52618	84127	110709
货币资金	11289	11906	18310	24935	37467	营业成本	27518	24273	26363	39009	49375
应收账款	979	800	1009	1613	2123	营业税金及附加	659	772	789	1262	1661
其他应收款	567	876	960	1536	2021	营业费用	11601	14904	14339	24397	33213
预付款项	693	381	117	-273	-766	管理费用	1601	1549	1579	2524	3321
存货	5943	8060	8667	12825	16233	财务费用	-7	11	56	54	8
其他流动资产	67	180	645	3796	6454	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产合计	7269	8442	7667	7459	7253	资产减值损失	298.31	-378.23	50.00	50.00	50.00
长期股权投资	284	255	255	255	255	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1932	1632	1717	1724	1688	投资净收益	50.63	965.28	200.00	200.00	200.00
无形资产	1202	2504	2404	2310	2221	加:其他收益	37.03	68.54	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	1261	515	0	0	0	营业利润	5426	7109	9694	17082	23332
资产总计	26847	30687	37415	51952	70865	营业外收入	25.35	66.37	15.00	30.00	30.00
流动负债合计	7793	7961	7285	8176	8489	营业外支出	115.60	14.50	37.37	20.00	20.00
短期借款	289	224	0	0	0	利润总额	5336	7160	9671	17092	23342
应付账款	2859	3537	3611	5344	6764	所得税	1401	1746	1934	2906	3968
预收款项	687	105	-422	-1263	-2370	净利润	3935	5415	7737	14186	19374
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	840	786	1620	2000	2500
非流动负债合计	470	415	319	319	319	归属母公司净利润	3095	4629	6117	12186	16874
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	8263	8377	7603	8494	8807	成长能力					
少数股东权益	2349	2421	4041	6041	8541	营业收入增长	66.21%	2.04%	9.70%	59.88%	31.60%
实收资本(或股本)	1952	1952	1952	1952	1952	营业利润增长	40.81%	31.00%	36.37%	76.21%	36.59%
资本公积	3844	3852	3852	3852	3852	归属于母公司净利润增长	22.29%	49.58%	32.14%	99.23%	38.46%
未分配利润	9643	12912	18356	29202	44219	获利能力					
归属母公司股东权益合计	16235	19890	25770	37417	53517	毛利率(%)	41.46%	49.40%	49.90%	53.63%	55.40%
负债和所有者权益	26847	30687	37415	51952	70865	净利率(%)	8.37%	11.29%	14.70%	16.86%	17.50%
现金流量表					单位:百万元 总	11.53%	15.08%	13.09%	16.35%	23.46%	23.81%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	19.06%	23.27%	23.74%	32.57%	31.53%
经营活动现金流	2722	2926	6319	7226	13321	偿债能力					
净利润	3935	5415	7737	14186	19374	资产负债率(%)	31%	27%	20%	16%	12%
折旧摊销	370.99	407.90	366.44	365.45	362.65	流动比率	2.51	2.79	4.08	5.44	7.49
财务费用	-7	11	56	54	8	速动比率	1.75	1.78	2.89	3.87	5.58
应收账款减少	-32	178	-209	-604	-510	营运能力					
预收帐款增加	-114	-583	-526	-841	-1107	总资产周转率	1.97	1.67	1.55	1.88	1.80
投资活动现金流	-1906	-1099	671	63	63	应收账款周转率	49	54	58	64	59
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	18.35	15.00	14.72	18.79	18.29
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	51	965	200	200	200	每股收益(最新摊薄)	1.59	2.37	3.13	6.24	8.64
筹资活动现金流	-1149	-1646	-586	-663	-852	每股净现金流(最新摊薄)	-0.17	0.09	3.28	3.39	6.42
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	13.20	19.16	27.41
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	133.75	89.42	93.84	47.10	34.02
资本公积增加	2	8	0	0	0	P/B	25.50	20.81	22.27	15.34	10.73
现金净增加额	-332	181	6404	6626	12532	EV/EBITDA	71.04	54.28	55.35	31.49	22.69

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

1. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中国中免（601888）：Q2 复苏显著，政策加持未来有望持续发力	2020-07-17
公司普通报告	中国国旅（601888）：海免注入事项落地，离岛优势再强化	2020-05-10
公司普通报告	中国国旅（601888）：疫情下积极推进线上业务，长期成长性仍可期	2020-04-24
公司普通报告	中国国旅（601888）：离岛免税延续高增，长看规模优势强者更强	2019-10-31
公司普通报告	中国国旅（601888）：免税主业延续高增，行业龙头强者恒强	2019-09-03
公司普通报告	中国国旅（601888）：免税主业增速符合预期，静待市内店政策落地	2019-08-04
公司普通报告	中国国旅（601888）：海口免税城方案落地，挖掘港口离岛新市场	2019-07-17
行业普通报告	免税行业：海南政策细则落地，助力免税市场蛋糕持续做大	2020-06-30
行业普通报告	免税行业：海南自贸港政策落地，离岛免税提额扩容	2020-06-02
行业普通报告	免税行业：促消费意见推进完善免税政策，但疫情之下仍需关注逐级落地节奏	2020-03-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅游、免税及教育领域研究。

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，主要负责免税、百货、超市、化妆品等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526