

信义山证 汇通天下

证券研究报告

社服\免税

中国中免(601888.SH)

维持评级

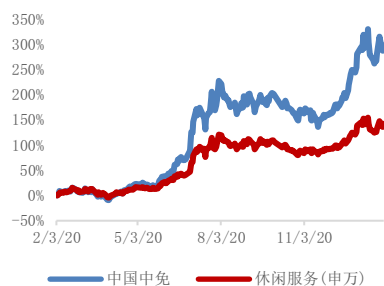
报告原因：业绩预告

离岛免税业务贡献主要业绩，上海机场租金减免协议落地 增持

2021年1月29日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年1月29日

| | |
|--------------|--------------|
| 收盘价(元): | 294.00 |
| 年内最高/最低(元): | 319.10/67.20 |
| 流通A股/总股本(亿): | 19.52/19.52 |
| 流通A股市值(亿): | 5740.28 |
| 总市值(亿): | 5740.28 |

基础数据：2020年9月30日

| | |
|-----------|--------|
| 基本每股收益 | 1.6206 |
| 每股净资产(元): | 14.6 |
| 净资产收益率: | 13.32% |

分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】中国中免(601888.SH)2020
 三季报点评：Q3 离岛免税业务带动业绩
 高速增长(2020-10-28)

北京市西城区平安里西大街28号中海国
 际中心7层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件点评

- 公司发布2020年度业绩快报，预计全年实现营收526.18亿元(+8.24%)，归母净利润6.12亿元(+32.07%)，扣非归母净利润5.93亿元(+55.05%)，基本每股收益3.13元。报告期内，公司营业利润、利润总额、归母净利润、扣非归母净利润较上年同期分别增长31.78%、30.56%、32.07%、55.05%，主要受2020年7月1日起海南实行离岛免税新政，公司离岛免税业务同比实现较大幅度增长，特别是箱包、腕表以及贵重珠宝等客单价高、毛利率高的奢侈品类目。
- 上海机场租金调整，调整后租金费用有望同比减少70%。受新冠肺炎疫情影响，进出境国际航班大幅减小，对机场免税业务带来一定冲击。公司发布公告，上海机场国际航班锐减、使上海机场免税店客源同比大幅下降，经与上海机场确认，上海机场2020年免税店应付租金同比大幅减少，利好公司费用类销售费用同比有所降低。上海机场费用依据2019年月均实际国际客流收取，小于月均国际客流90%按照月实际销售提成收取，由人均贡献和月实际国际客流进行测算；大于90%按照原先月保底销售提成收取。根据费用调整进行测算，上海浦东国际机场免税店2020年应付租金同比减少约70%，对2020年经营成果产生积极影响。北京、广州机场租金补充协议尚未落地，未来存在租金减免预期。
- 扩大免税商品经营面积、维持存货供应正常，公司总资产与归母净利润基本同步增长。报告期末公司总资产较年初增加31.89%，主要系为扩大离岛免税商品销售面积、满足新政实施以来消费者日益增长的消费需求以及海南免税商品供应，公司加大免税商品采购力度，存货同比实现较大幅度增长。同时，公司在海口国际免税城项目稳步推进，在建工程类目有所增长。
- 投资建议：公司二季度实现业绩扭亏为盈，三季度开启业绩高速增长，年内在离岛免税业务带动下营收、业绩有望实现同比正增长。四季度为传统海南旅游旺季，目前出境游开放时间仍不确定，海南仍为冬季休闲服务首选旅游目的地。考虑到未来离岛免税业务新品牌引进、高毛利奢侈品销售对整体利润贡献的上升，我们预计公司2020-2022年EPS分别为3.13\6.53\7.64，对应公司1月29日收盘价294元，2020-2022年PE分别为94.1\45.0\38.5，维持“增持”评级。

存在风险

- 居民消费需求不及预期风险；汇率波动风险；政策推动不及预期风险。

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 22,246 | 25,413 | 28,880 | 31,212 | 营业收入 | 47,966 | 52,618 | 73,139 | 93,617 |
| 现金 | 11,906 | 15,478 | 18,573 | 20,431 | 营业成本 | 24,273 | 28,956 | 33,644 | 44,000 |
| 应收账款 | 1,676 | 1,225 | 1,417 | 1,648 | 营业税金及附 | 772 | 520 | 219 | 281 |
| 其他应收款 | 876 | 265 | 265 | 265 | 销售费用 | 14,904 | 14,733 | 20,479 | 27,149 |
| 预付账款 | 381 | 385 | 393 | 404 | 管理费用 | 1,549 | 1,253 | 1,828 | 2,340 |
| 存货 | 8,271 | 8,478 | 8,690 | 8,907 | 财务费用 | 11 | (31) | (44) | (56) |
| 其他流动资产 | (864) | (418) | (458) | (442) | 资产减值损失 | (378) | (1) | (1) | (1) |
| 非流动资产 | 8,442 | 7,888 | 5,545 | 9,334 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 255 | 306 | 321 | 353 | 投资净收益 | 965 | 67 | 67 | 67 |
| 固定资产 | 2,125 | 2,338 | 2,385 | 2,456 | 营业利润 | 7,109 | 9,694 | 17,014 | 19,905 |
| 无形资产 | 2,504 | 2,529 | 89 | 2,580 | 营业外收入 | 66 | 33 | 0 | 0 |
| 其他非流动 | 3,557 | 2,715 | 2,751 | 3,944 | 营业外支出 | 14 | 10 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 30,687 | 33,301 | 34,424 | 40,546 | 利润总额 | 7,160 | 9,671 | 17,014 | 19,905 |
| 流动负债 | 7,961 | 4,226 | 4,233 | 4,430 | 所得税 | 1,746 | 2,401 | 4,253 | 4,976 |
| 短期借款 | 224 | 228 | 233 | 238 | 净利润 | 5,415 | 7,270 | 12,760 | 14,929 |
| 应付账款 | 3,537 | 155 | 155 | 155 | 少数股东损益 | 786 | 1,153 | 15 | 15 |
| 其他流动负 | 4,200 | 3,842 | 3,845 | 4,037 | 归属母公司净利 | 4,629 | 6,117 | 12,745 | 14,914 |
| 非流动负债 | 415 | 223 | 223 | 223 | EBITDA | 8,103 | 52,618 | 17,084 | 19,963 |
| 长期借款 | 0 | 83 | 83 | 83 | EPS (元) | 2.37 | 3.13 | 6.53 | 7.64 |
| 其他非流动 | 415 | 140 | 140 | 140 | | | | | |
| 负债合计 | 8,377 | 4,449 | 4,456 | 4,653 | | | | | |
| 少数股东权 | 2,421 | 350 | 350 | 350 | | | | | |
| 股本 | 1,952 | 1,953 | 1,953 | 1,953 | | | | | |
| 资本公积 | 3,852 | 437 | 437 | 437 | | | | | |
| 留存收益 | 13,961 | 1,474 | 1,583 | 1,570 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 19,890 | 28,502 | 29,968 | 35,893 | | | | | |
| 负债和股东权 | 30,687 | 33,301 | 34,424 | 40,546 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金 | 2,926 | 5,340 | 8,838 | 10,855 |
| 净利润 | 4,629 | 5,146 | 9,116 | 11,013 |
| 折旧摊销 | 408 | 105 | 105 | 105 |
| 财务费用 | (78) | (6) | (10) | (10) |
| 投资损失 | (965) | (1) | (1) | (1) |
| 营运资金变动 | 773 | 81 | (387) | (266) |
| 其他经营现 | (1,840) | 15 | 15 | 15 |
| 投资活动现金 | (1,099) | (1,433) | (1,149) | (1,149) |
| 资本支出 | 0 | (900) | (900) | (900) |
| 长期投资 | 30 | (250) | (250) | (250) |
| 其他投资现 | (1,128) | (283) | 1 | 1 |
| 筹资活动现金 | (1,646) | (412) | (494) | (506) |
| 短期借款 | (65) | (430) | (430) | (430) |
| 长期借款 | 0 | 40 | 40 | 40 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增 | 0 | 0 | (50) | (50) |
| 其他筹资现 | (1,581) | (22) | (54) | (66) |
| 现金净增加额 | 181 | 3,495 | 7,196 | 9,201 |

| 主要财务比率 | | | | |
|----------------|--------|--------|---------|--------|
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 2.04% | 9.70% | 39.00% | 28.00% |
| 营业利润 | 31.00% | 36.37% | 75.52% | 16.99% |
| 归属于母公司净 | 49.58% | 32.14% | 108.37 | 17.01% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 49.40% | 45.00% | 50.50% | 51.00% |
| 净利率(%) | 9.65% | 11.62% | 17.43% | 15.93% |
| ROE(%) | 24.27% | 24.89% | 30.47% | 30.72% |
| ROIC(%) | 7.80% | 8.40% | 8.70% | 9.10% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 27.30% | 13.36% | 12.95% | 11.48% |
| 净负债比率(%) | -17.62 | -25.39 | -48.17% | -45.39 |
| 流动比率 | 2.79 | 6.01 | 6.82 | 7.05 |
| 速动比率 | 1.76 | 4.01 | 4.77 | 5.04 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.67 | 1.54 | 1.85 | 1.98 |
| 应收账款周转 | 53.94 | 56.14 | 59.41 | 58.42 |
| 应付账款周转 | 15.00 | 26.76 | 404.81 | 477.67 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 2.37 | 3.13 | 6.53 | 7.64 |
| 每股经营现金流(最新) | 1.50 | 3.64 | 6.63 | 7.67 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 10.19 | 13.32 | 8.02 | 8.81 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 78.0 | 94.1 | 45.0 | 38.5 |
| P/B | 18.1 | 22.7 | 36.6 | 33.4 |
| EV/EBITDA | 19.99 | 33.88 | 23.53 | 18.69 |

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

