

2021年02月01日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

335

**公司基本资讯**

产业别	休闲服务
A 股价(2021/1/29)	294.00
上证指数(2021/1/29)	3483.07
股价 12 个月高/低	321.86/66.25
总发行股数(百万)	1952.48
A 股数(百万)	1952.48
A 市值(亿元)	5740.28
主要股东	中国旅游集团有限公司 (53.30%)
每股净值(元)	11.41
股价/账面净值	25.76
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	4.1 58.7 265.2

**近期评等**

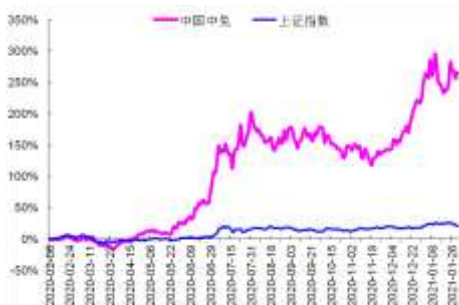
出刊日期	前日收盘	评等
2020-10-28	184.81	区间操作
2020-08-31	220.30	区间操作
2019-11-01	90.35	买入

**产品组合**

商品贸易	100%
------	------

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	9.5%
一般法人	67.7%

**股价相对大盘走势**


# 中国中免(601888.SH) TRADING BUY 区间操作

## 离岛免税高景气+计提租金冲回, 2020 年业绩预增 32%

### 结论与建议:

业绩概要: 公司发布业绩快报, 预计 2020 年实现营业总收入 526.2 亿, 同比增 8.24%, 净利润 61 亿, 同比增 32%。据此计算, 4Q 实现营收 174.8 亿, 较追溯前同期(差异微小)增 48%, 实现净利润 29.5 亿, 较追溯前同期增 613%。

- 离岛免税维持高热度。受疫情影响, 2020 年消费回流效果显著, 7 月离岛免税新政以来, 市场持续火爆, 根据海南省新闻办公室, 下半年离岛免税日均销售额 1.2 亿, 同比增 2 倍多, 全年实际销售额超 320 亿。离岛免税+补够预计收入在 320-330 亿左右, 为全年业绩主要来源。
- 海南免税运营主体增加, 但公司仍具综合性优势。2020 年 12 月 30 日, 三亚海旅免税城、中免凤凰机场免税店及中服三亚免税公园开业, 据海口海关统计, 2021 年元旦期间, 六家免税店销售金额达 5.4 亿, 同比增 195.2%, 日均销售额达 1.8 亿, 海口三家免税店已于 1 月底开业, 运营主体分别为海控、深免和中免。由此来看, 离岛免税市场竞争有所加大, 但公司在规模、品类和采购等方面综合性优势明显, 海南政府计划“十四五”期间, 吸引免税购物回流 3000 亿元, 离岛免税市场规模有望进一步扩大, “蛋糕做大”, 有限竞争反而更能激发经营活力。
- 上海机场免税店租金细则落地。4Q 业绩大幅增长亦来源于公司与上海机场就日上免税店租金补充协议落地, 依据协议, 浦东机场免税店 2020 年应付租金同比减少约 70% (2019 年免税店租金为 52.1 亿, 2020 年保底为 41.58 亿, 实付 11.56 亿), 前三季度计提的销售费用(约 31 亿)冲回使销售费用率大幅减少, 预计增厚净利润 7.5 亿。
- 根据协议, 机场免税店月销售提成将按两种方法确认: 1) 若月国际实际客流 ≤ 2019 年月实际客流的 80%, 月实收费用 = 人均贡献 x 月实际国际客流 (含地区客流) x 客流调节系数 x 面积调节系数; 2) 月实际国际客流 > 2019 年月实际客流的 80%, 则月实收费用按照月保底销售提成收取, 月保底销售提成与当年实际国际客流挂钩。我们认为, 补充协议在处理极端黑天鹅事件造成的影响时更为合理。由于当前境外疫情再次升温, 目前, 其他机场租金尚未明确是否会签订补充协议, 但不乏商谈的可能, 短期来看, 机场免税店租金压力将明显减轻。

- 综上，我们认为 2021 年公司主要看点依旧落于有限竞争环境下离岛免税的经营情况，此外，上海力争年内实现市内免税店新政策落地，有望进一步打开公司发展空间。预计 2020-2022 年将分别实现净利润 61.2 亿、101.7 亿和 130 亿，分别同比增 32%、66%和 28%，EPS 分别为 3.13 元、5.21 元和 6.66 元，当前股价对应 2021-2022 年 PE 分别为 56 倍和 44 倍，维持“区间操作”投资建议。
- 风险提示：海南离岛免税销售不及预期，疫情影响加剧  
..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021F	2022F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3095	4629	6117	10172	13002
同比增减	%	22.29	49.58	32.14	66.29	27.82
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.59	2.37	3.13	5.21	6.66
同比增减	%	22.28	49.58	32.15	66.29	27.82
市盈率(P/E)	X	185.49	124.01	93.84	56.43	44.15
股利 (DPS)	RMB 元	0.55	0.72	0.94	1.82	2.33
股息率 (Yield)	%	0.19	0.24	0.32	0.62	0.79

**【投资评等说明】**
**评等定义**

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
	无法由基本面给予投资评等
中立 (Neutral)	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

## 附一：合并损益表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
营业收入	47007	47966	52618	73686	91177
经营成本	27518	24273	31571	43843	51971
营业税金及附加	659	772	906	1225	1409
销售费用	11601	14904	10279	11451	16216
管理费用	1601	1549	1752	2518	3406
财务费用	-7	11	-272	269	-158
资产减值损失	298		0	0	0
投资收益	51	965	19	30	10
营业利润	5426	7109	8361	14466	18439
营业外收入	25	66	9	11	18
营业外支出	116	14	28	4	4
利润总额	5336	7160	8342	14473	18454
所得税	1401	1746	2059	3618	4613
少数股东损益	840	786	166	683	839
归属于母公司所有者的净利润	3095	4629	6117	10172	13002

## 附二：合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
货币资金	11289	11906	13221	15432	18623
应收账款	979	800	840	907	998
存货	5943	8060	9672	11606	13927
流动资产合计	19578	22246	25583	29676	35611
长期股权投资	284	255	260	265	270
固定资产	1932	1632	1762	1939	2132
在建工程	833	399	279	223	179
非流动资产合计	7269	8442	10130	11700	13689
资产总计	26847	30687	35712	41376	49300
流动负债合计	7793	7961	10748	9673	9190
非流动负债合计	470	415	793	919	876
负债合计	8263	8377	11541	10593	10066
少数股东权益	2349	2421	2469	2494	2519
股东权益合计	16235	19890	24171	30783	39234
负债及股东权益合计	26847	30687	35712	41376	49300

## 附三：合并现金流量表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
经营活动产生的现金流量净额	2722	2926	3157	5158	6838
投资活动产生的现金流量净额	-1906	-1099	-526	-737	-912
筹资活动产生的现金流量净额	-1149	-1646	-1315	-2211	-2735
现金及现金等价物净增加额	-247	267	1315	2211	3191

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事先通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证|@持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证|@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。