

# 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

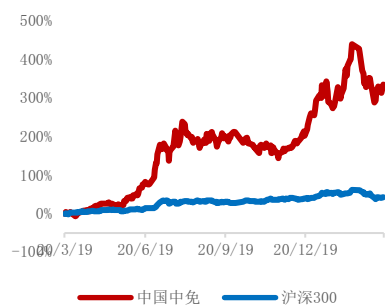
报告原因: 事件公告

海棠湾一期 2 号项目投资落地, 打造三亚旅游零售综合体 增持

2021 年 3 月 18 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据: 2021 年 3 月 18 日

收盘价(元):	312.70
年内最高/最低(元):	387.86/66.94
流通 A 股/总股本(亿):	19.52/19.52
流通 A 股市值(亿):	6105.39
总市值(亿):	6105.39

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年业绩预告点评: 离岛免税业务贡献主要业绩, 上海机场租金减免协议落地(2021-1-29)

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

- 公司日前发布公告, 为完善在海南市场的免税业务布局、扩大主营业务规模和完善配套服务, 公司全资孙公司海南投资公司拟投资 36.9 亿元用于三亚国际免税城一期 2 号地项目建设, 致力于将其建设成集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目, 通过与三亚国际免税城、三亚海棠湾河心岛项目有机结合, 业态互补, 打造三亚海棠湾一站式高端旅游消费目的地, 提升公司在海南全国以及全球免税市场综合竞争力和品牌力。
- 海棠湾一期 1、2 号地块协同发展, 打造三亚旅游零售综合体。2011 年 10 月, 公司全资孙公司以挂牌方式竞得三亚市海棠湾 40 号开发单元 A8-04 地块土地使用权, 根据公司业务发展, 该地块分两期建设, 其中一期 1 号地目前为三亚国际免税城, 国际免税城 2014 年 9 月开业, 2018-2020 年分别实现营收 80.1 亿元、104.65 亿元、213.53 亿元, 实现净利润 11.06 亿元、14.21 亿元、29.67 亿元, 净利率一直保持在 13% 以上, 公司获得良好投资回报。一期 2 号地块为本项目用地, 公司拟将其建设成为集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目。
- 中免积极投身海南免税品牌建设, 完善免税城相关配套设施。本项目位于三亚市东北部、海棠湾一线海景区域内, 距离三亚市区 28 公里, 东至海棠湾海岸线、西至三亚国际免税城、南至威斯汀酒店、北至洲际酒店。海棠湾东北海岸线聚集大量高端酒店品牌, 本项目建成后将有效弥补现有三亚国际免税城营业面积不足, 免税综合体缺乏自有高端酒店空缺, 提升与国际知名品牌商合作成都, 进一步提高公司免税业务核心竞争力。本项目总投资额为 36.9 亿元, 全部来自自筹资金, 期间费用约为 1.15 亿元, 其中开发成为主要包括土地成本、基础设施建设费用、建筑安装工程费及不可预见费。根据测算, 本项目投资内部收益率约为 10.8%, 静态回收期 15 年, 动态回收期 15.7 年。免税商业部分计划建设周期 21 个月, 酒店部分计划建设周期 48 个月。
- 免税商业+高端酒店共建海棠湾免税休闲度假品牌。三亚海棠湾国际免税城自 2014 年开业后业绩不断增厚, 自疫情在国内得到有效控制以及海南新政去年 7 月实施以来销售额屡创新高。海南省十四五期间有望吸收 3000 亿元免税消费回流, 离岛免税销售到 2022 年有望达到 1000 亿元, 2030 年达到 7000-8000 亿元, 销售前景可观。三亚海棠湾河心岛项目是三亚国际免税城商圈重要组成部分, 作为海棠湾一期项目的补充, 一共建设 13 栋主体建筑, 包括地下一层和地面两层, 打造集购物、餐饮、娱乐于一体的旅游商业综合体。本次项目新建免税商业体继续弥补国际免税城经营面积、吸引更多国际一流大牌入驻, 高端酒店与休闲娱



乐部分协同，形成完成的“吃+住+行+游+购+娱”旅游零售闭环，延长消费者在海棠湾免税综合体的体验时间，有效提升客单价。

- **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 3 月 18 日收盘价 312.7 元，2020-2022 年 PE 分别为 99.9\47.88\40.92，维持“增持”评级。

#### 存在风险

- 市场竞争加剧风险；经营管理风险；开发建设风险。

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
<b>流动资产</b>	22,246	25,413	28,880	31,212	<b>营业收入</b>	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)
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	30,687	33,301	34,424	40,546	<b>利润总额</b>	7,160	9,671	17,014	19,905
<b>流动负债</b>	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	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利</b>	4,629	6,117	12,745	14,914
<b>非流动负债</b>	415	223	223	223	<b>EBITDA</b>	8,103	52,618	17,084	19,963
长期借款	0	83	83	83	<b>EPS (元)</b>	2.37	3.13	6.53	7.64
其他非流动	415	140	140	140					
<b>负债合计</b>	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					
<b>负债和股东权</b>	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
<b>经营活动现金</b>	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
<b>投资活动现金</b>	(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
<b>筹资活动现金</b>	(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)
<b>现金净增加额</b>	181	3,495	7,196	9,201

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	78.0	99.9	47.8	40.9
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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或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 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，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，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公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》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公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》规定特此告知公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

