

中国中免 (601888)

三亚国际免税城整体扩容升级，或吸引顶奢入驻进一步刺激销售增长

事件：公司发布公告，公司全资孙公司中免(海南)投资发展有限公司拟投资人民币 36.9 亿元用于三亚国际免税城一期 2 号地项目建设，致力于将其建设成为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。

二号地用地面积 10.88 万平米，分为免税部分和酒店部分，实现三亚国际免税城整体升级，或吸引顶奢入驻。根据公告，本项目用地面积为 10.88 万平方米，总建筑面积约为 17.25 万平方米，计划建设周期为 21 个月，酒店部分计划建设周期为 48 个月。目前三亚国际免税城总建筑面积约 12 万平方米，商业面积达 7.2 万平方米，本次扩容大幅提升免税城酒店面积和免税商业面积，实现旅游与高端消费进一步结合，预计本次免税面积扩容+酒店吸引高端消费+更多高端奢侈品入驻或将带动三亚免税城营收持续提升。

20 年三亚国际免税城营收 213.53 亿元，净利润近 29.67 亿元，中免是海南政策开放最大赢家。根据公司发展规划，该地块分两期建设，一期 1 号地项目为现在的三亚国际免税城，该项目于 2014 年 9 月开业，2018-2020 年分别实现营业收入 80.10 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（2020 年度数据未经审计），20 年营收同增 104%，归母净利润同增 109%。根据海南省人民政府，2020 年海南免税店总销售额超 320 亿元，故 20 年三亚国际免税城占海南离岛免税销售比例达近 7 成。当前政策不断加大刺激，销售持续突破天花板。

未来，中免最大增长潜力仍在海南。海南省政府工作报告提出，2021 年海南将力争免税销售突破 600 亿元，“十四五”时期海南预计将吸引免税购物回流 3000 亿元。海南省省委书记沈晓明此前在访谈中表示，目前中国人每年在国外免税消费的规模超过 10000 亿，到 2022 年，海南省希望能够吸引 10%，即 1000 亿的海外免税消费回流海南；到 2030 年，随着国人海外免税消费或增长到 15000 亿的规模，海南省希望能够吸引 50%，即七八千亿的海外免税消费回流海南。考虑到离岛免税市场中中免在门店数量和渠道方面仍占据先发优势，假设 10 年内中免将占有海南免税市场 7 成以上份额，结合海南省免税发展时间表，21 年中免在海南免税销售将有望突破 400 亿，“十四五”时期有望突破 2000 亿，成长空间大。

投资建议：公司作为国内免税业龙头，在品牌采购、供应链管理方面有显著优势。7 月以来离岛免税新政策实施效果显著，离岛免税市场蕴含较大增长潜力。我们预计公司 21-22 年业绩为 120/160 亿元，96.5%/33.3%yoy，当前股价对应 PE 分别为 49.8x/37.4x，维持买入评级。

风险提示：岛内免税政策不达预期，项目审批风险，免税项目经营风险，业绩快报是初步测算结果、以年报披露数据为准

投资评级

行业	休闲服务/旅游综合
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	306.56 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,952.48
流通 A 股股本(百万股)	1,952.48
A 股总市值(百万元)	598,550.90
流通 A 股市值(百万元)	598,550.90
每股净资产(元)	10.07
资产负债率(%)	42.58
一年内最高/最低(元)	403.78/66.50

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中国中免-公司点评:全年销售强劲，核心利润符合预期，免税龙头优势显著》 2021-02-02
- 2 《中国中免-公司专题研究:中长期视角看中免：无惧竞争，空间广阔，免税龙头愈战愈强》 2021-01-12
- 3 《中国中免-公司点评:20Q3 离岛免税购物政策红利释放，免税龙头收入利润超预期》 2020-10-14

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,007.32	47,966.50	52,617.65	88,333.67	120,204.46
增长率(%)	66.21	2.04	9.70	67.88	36.08
EBITDA(百万元)	5,632.49	8,102.66	9,960.74	17,415.21	22,750.54
净利润(百万元)	3,094.75	4,628.99	6,116.80	12,020.46	16,025.36
增长率(%)	22.29	49.58	32.14	96.52	33.32
EPS(元/股)	1.59	2.37	3.13	6.16	8.21
市盈率(P/E)	193.41	129.30	97.85	49.79	37.35
市净率(P/B)	36.87	30.09	25.22	18.85	14.09
市销率(P/S)	12.73	12.48	11.38	6.78	4.98
EV/EBITDA	18.94	19.94	58.12	33.21	24.59

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	11,289.14	11,905.95	20,726.90	23,636.77	45,967.62
应收票据及应收账款	978.65	800.08	1,724.41	1,987.73	3,104.33
预付账款	693.36	381.03	1,104.44	1,105.50	1,939.12
存货	5,943.13	8,059.77	2,919.16	16,488.28	8,483.18
其他	673.77	1,098.90	827.70	2,058.62	1,931.92
流动资产合计	19,578.06	22,245.73	27,302.60	45,276.90	61,426.18
长期股权投资	284.33	254.69	254.69	254.69	254.69
固定资产	1,932.17	1,631.76	1,709.61	1,738.89	1,726.03
在建工程	833.13	399.08	275.45	213.27	157.96
无形资产	1,202.02	2,504.36	2,362.74	2,221.12	2,079.51
其他	3,017.71	3,651.63	3,525.81	3,609.30	3,313.00
非流动资产合计	7,269.37	8,441.52	8,128.29	8,037.27	7,531.19
资产总计	26,847.43	30,687.26	35,430.89	53,314.17	68,957.37
短期借款	289.05	223.95	250.00	243.00	245.00
应付票据及应付账款	2,859.49	3,537.47	2,317.50	7,504.57	6,855.79
其他	4,644.81	4,200.05	5,202.85	7,334.41	9,872.97
流动负债合计	7,793.35	7,961.47	7,770.35	15,081.98	16,973.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	469.77	415.43	350.86	412.02	392.77
非流动负债合计	469.77	415.43	350.86	412.02	392.77
负债合计	8,263.11	8,376.90	8,121.20	15,494.00	17,366.54
少数股东权益	2,349.01	2,420.70	3,572.51	6,074.59	9,098.01
股本	1,952.48	1,952.48	1,952.48	1,952.48	1,952.48
资本公积	3,843.80	3,851.89	3,851.89	3,851.89	3,851.89
留存收益	14,258.28	17,812.59	21,784.70	29,793.10	40,540.34
其他	(3,819.25)	(3,727.29)	(3,851.89)	(3,851.89)	(3,851.89)
股东权益合计	18,584.31	22,310.36	27,309.69	37,820.17	51,590.83
负债和股东权益总计	26,847.43	30,687.26	35,430.89	53,314.17	68,957.37

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,935.16	5,414.71	6,116.80	12,020.46	16,025.36
折旧摊销	370.99	407.90	247.41	254.52	259.78
财务费用	91.84	(78.17)	1.85	6.27	4.06
投资损失	(50.63)	(965.28)	(1,206.61)	(1,556.52)	(1,681.04)
营运资金变动	(2,159.11)	(1,401.21)	3,608.15	(7,768.12)	8,348.41
其它	533.97	(451.91)	1,212.43	2,544.48	3,092.14
经营活动现金流	2,722.23	2,926.03	9,980.03	5,501.08	26,048.71
资本支出	1,887.28	883.28	124.58	18.84	69.25
长期投资	(18.50)	(29.64)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,774.74)	(1,952.43)	1,022.03	1,457.68	1,561.79
投资活动现金流	(1,905.96)	(1,098.79)	1,146.61	1,476.52	1,631.04
债权融资	289.05	223.95	250.00	243.00	245.00
股权融资	159.03	126.76	(97.13)	23.04	25.25
其他	(1,596.67)	(1,996.72)	(2,458.56)	(4,333.78)	(5,619.15)
筹资活动现金流	(1,148.59)	(1,646.02)	(2,305.69)	(4,067.74)	(5,348.90)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(332.33)	181.22	8,820.95	2,909.87	22,330.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47,007.32	47,966.50	52,617.65	88,333.67	120,204.46
营业成本	27,518.33	24,272.79	27,877.01	44,661.51	62,121.67
营业税金及附加	659.36	771.82	739.62	1,241.67	1,771.17
营业费用	11,600.65	14,904.08	13,854.23	24,097.43	31,902.26
管理费用	1,601.12	1,549.38	1,667.98	2,764.84	3,747.01
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(6.98)	10.69	1.85	6.27	4.06
资产减值损失	298.31	(378.23)	(27.91)	(35.94)	(147.36)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	50.63	965.28	1,206.61	1,556.52	1,681.04
其他	(140.35)	(1,237.92)	(2,413.21)	(3,113.04)	(3,362.09)
营业利润	5,426.25	7,108.61	9,711.48	17,154.43	22,486.69
营业外收入	25.35	66.37	43.66	45.12	51.72
营业外支出	115.60	14.50	62.88	64.32	47.23
利润总额	5,336.00	7,160.48	9,692.26	17,135.22	22,491.18
所得税	1,400.84	1,745.77	2,363.04	2,570.28	3,373.68
净利润	3,935.16	5,414.71	7,329.23	14,564.94	19,117.50
少数股东损益	840.41	785.72	1,212.43	2,544.48	3,092.14
归属于母公司净利润	3,094.75	4,628.99	6,116.80	12,020.46	16,025.36
每股收益（元）	1.59	2.37	3.13	6.16	8.21

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	66.21%	2.04%	9.70%	67.88%	36.08%
营业利润	40.81%	31.00%	36.62%	76.64%	31.08%
归属于母公司净利润	22.29%	49.58%	32.14%	96.52%	33.32%
获利能力					
毛利率	41.46%	49.40%	47.02%	49.44%	48.32%
净利率	6.58%	9.65%	11.62%	13.61%	13.33%
ROE	19.06%	23.27%	25.77%	37.86%	37.71%
ROIC	136.60%	99.90%	94.18%	353.23%	164.24%
偿债能力					
资产负债率	30.78%	27.30%	22.92%	29.06%	25.18%
净负债率	-59.19%	-52.36%	-74.98%	-61.86%	-88.63%
流动比率	2.51	2.79	3.51	3.00	3.62
速动比率	1.75	1.78	3.14	1.91	3.12
营运能力					
应收账款周转率	48.77	53.93	41.69	47.59	47.21
存货周转率	10.26	6.85	9.59	9.10	9.63
总资产周转率	1.97	1.67	1.59	1.99	1.97
每股指标（元）					
每股收益	1.59	2.37	3.13	6.16	8.21
每股经营现金流	1.39	1.50	5.11	2.82	13.34
每股净资产	8.32	10.19	12.16	16.26	21.76
估值比率					
市盈率	193.41	129.30	97.85	49.79	37.35
市净率	36.87	30.09	25.22	18.85	14.09
EV/EBITDA	18.94	19.94	58.12	33.21	24.59
EV/EBIT	19.83	20.68	59.60	33.71	24.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com