

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

社会服务

旅游综合 II

中国中免 (601888)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年05月16日

## 赴港上市一举数得 巩固全球第一地位

证券分析师: 曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003
证券分析师: 钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003
证券分析师: 姜甜	0755-81981367	jiangtian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080005

## 事项:

中国中免5月15日公告:公司拟发行H股不超过8%(超额配售权行使前),并授予国际承销商不超过上述发行的H股股数15%的超额配售选择权。发行价按照国际惯例,根据本次发行时国内外资本市场情况、参照可比公司在国内外市场的估值水平确定。

国信社服观点:1)公司拟赴港上市,明确发股不超8.0-9.2%,基本符合预期,有一定摊薄影响但相对可控;2)赴港上市融资有望提升国际知名度,助力未来外延收购加速海外扩张及潜在市内免税店综合体项目布局,海南布局深化等;3)暂维持21-23年公司EPS 5.36/6.91/8.53元,对应PE 58/45/36x。公司2020年已经成为全球免税第一,虽然赴港融资有一定摊薄影响,但有望为公司后续潜在海外布局及其他市内免税布局,巩固强化全球免税第一地位提供强大的资金支持。未来一看海南南北“大型市内店+机场”免税项目持续扩容下的成长空间;二看免税业务线上线下协同发力;三看一线口岸城市离境市内免税等政策开闸预期,资金助力下公司依托内生外延布局,包括潜在可能收购考虑等,其渠道和上游优势有望进一步全面强化,中长期成长路径和空间明确,坚定维持“买入”评级。

## 评论:

## ■ 公司拟赴港上市,明确发股不超8.0-9.2%,基本符合预期

公司4月22日公告赴港筹备上市计划,本次公告进一步明确整体发股不超8.0%~9.2%,基本处于预期之中(此前部分投资者预期或5%-10%,相对偏5%),有一定摊薄影响但预计相对可控。按照其当前市值6044亿和最新汇率估算,对应港股募资金额预计不超584-671亿港元。

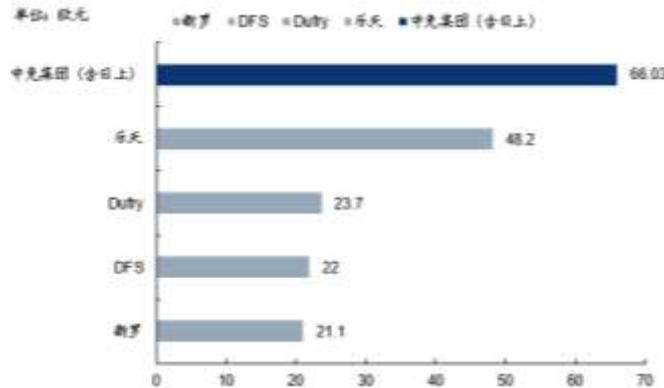
## ■ 赴港上市融资有望提升国际知名度,助力未来外延收购扩张及潜在市内免税店综合体项目布局

结合我们此前分析,首先,2020年中免已经成为全球第一大免税运营商,未来若赴港上市则有望进一步提升国际知名度,增加股权的流通性,提升治理上的现代化。同时,关于募资的用途,结合公司此前年报及我们的持续跟踪,我们认为可能包括以下一些方面:一是不排除寻求收购外延机会加速海外扩张等,二是可能未来国内重点城市市内免税综合体布局考虑,三是海南持续深化布局等。

一方面,公司2020年报明确表示,积极探索公司外延式发展道路,充分利用上市公司平台,发挥资本运作功能,加强上游品牌掌控力,补齐产业链短板;公司将在有合适机会的前提下,积极探索和努力寻求收购机会,获取更多优质渠道资源,进一步提升公司供应链管理能力和线上业务运营能力和商业运营管理水平。公司2020年成为全球免税第一,但有国内外疫情因素。未来若赴港顺利募资,公司资金实力进一步有望大幅提升,不排除进一步通过收购强化对上游品牌的掌控力和获取优质渠道资源,包括借疫情后的机遇布局海外扩张机会,持续巩固和强化自身全

球免税第一地位。

图 1: 2020 年, 中免位居全球免税龙头第一



资料来源: 穆迪报告、公司官微等, 国信证券经济研究所整理

另一方面, 结合公司年报及媒体报道, 公司将结合市内免税店布局, 在国内重点城市积极推进以免税为核心的旅游零售综合体项目建设。虽然因海内外疫情等因素, 截至目前国人离境市内免税店政策尚未落地。但结合我们的持续跟踪, 去年以来, 国内部分重点口岸城市正在积极推进其离境市内免税布局 (如下表所示)。其中, 今年 4 月, 公司控股股东中国旅游集团直接竞得广州花都区两宗地块, 拟打造免税商业文旅综合体, 探索 TOD(以公共交通为导向的项目开发)+免税 IP 的综合开发模式。此外, 武汉、成都等地, 中免也与当地政府或地方国企签订相关协议, 筹划未来打造市内免税店项目等。综合来看, 在国人离境市内免税政策预期下, 公司未来预计在国内重点城市积极推进相关市内免税综合体项目, 由此也带来未来相应资金需求。

表 1: 部分城市离境市内免税店规划或拟建项目情况

区域	涉及免税商	报道时间	说明
上海	暂无明确	2021 年 1 月	上海市商务工作会议上表示: <b>争取市内免税店新政落地</b> , 新增 50 个离境退税定点商店, 培育壮大 20 个本土品牌, 引进 30 个国际中高端品牌。建设全球新品首发地打造一批首发经济示范区和新品发布地标性载体, 力争新增首店 800 家。
广州	中国旅游集团、中免	2021 年 4 月	中国旅游集团旗下中旅投资, 以 83.95 亿元拍得广州花都区两宗地块, 用地面积 27.2 万平方米, <b>计划打造免税商业文旅综合体及滨水新城居住区</b> 。免税商业文旅综合体位于广州市花都区广州北站东广场区域, 距离白云机场约 10 公里, 距离市政府约 28 公里, 地块西侧与广州北站及未来 T4 航站楼无缝对接。该 <b>项目是中旅投资和免税首次联手打造的免税商业文旅综合体项目, 探索 TOD(以公共交通为导向的项目开发)+免税 IP 的综合开发模式</b> 。
深圳 (前海)	深免	2021 年 3 月	深圳市前海管理局与深圳市国有免税商品集团在前海签署战略合作协议, 将共同建设“三店两平台一中心”, 其中, “三店”包括 <b>离境市内免税店</b> 、外汇商品免税店、“免税保税相衔接及保税+新零售”免税体验店; “两平台”指免税产业链综合运维平台、全球高端商品销售平台; “一中心”是全球免税品调拨中心, 进一步引导跨境电商及免税品资源集聚前海, 优化升级生产、分配、流通、消费体系, 打造粤港澳大湾区免税购物中心。
深圳 (罗湖)	暂无明确	2021 年 3 月	深圳罗湖区提出要 <b>积极争取市内免税政策落地</b> , 支持有条件的龙头企业申请免税品经营资质, 高标准建设“两店三税五平台”。“两店”: <b>集“离境市内免税店+市内外汇商品免税店”功能于一体</b> 。“三税”: <b>构建涵盖“免税+有税+保税”的“三税融合”新商业模式</b> , 构建以免税业务为核心引擎, 有税业务、保税业务协同发展的商业生态圈。“五平台”: 全球高端商品销售平台、国际品牌新品中国首发平台、国货精品展示平台、自主品牌推介平台、民族传统文化传播平台, 打造成为品质保真、环境一流、购物便捷, 集免税购物、科技体验、文化艺术、特色餐饮等于一体的国际一流免税城。
深圳 (盐田)	暂无明确	2021 年 3 月	深圳盐田区政府也提出将全力推进沙头角深港国际旅游消费合作区建设, 积极推进“一核四区”建设, 重点打造 0.73 平方公里沙头角跨境免税消费核。与此同时, 盐田区积极融入深港口岸经济带, <b>抢抓财政部同意深圳在市内建设免税店的机遇</b> , 加快沙头角口岸重建, 打造国际一流的免税购物中心, 尽早建成大湾区首个免税消费标杆项目。
成都	中免	2021 年 2 月	<b>成都市锦江区正积极对接中国旅游集团中免股份有限公司, 引入市内免税店消费新模式</b> 。目前, 项目载体及周边环境正在提升改造, 后续待国家市内免税店专项政策正式批准后, 成都力争 2021 年内呈现市内免税店项目。该市内免税店位于锦江区红照壁国际城市会客厅核心区域, 毗邻千年东大街和百年春熙路。
武汉	中免	2020 年 7 月	武汉港发集团与中国免税品 (集团) 有限责任公司 (简称“中免集团”) 签订战略合作意向备忘录, 拟在长江航运中心大厦开设中部地区首家市内免税店。

资料来源: Zaker 新闻, 21 世纪经济报道, 网易新闻, 钛媒体等, 国信证券经济研究所整理

此外, 公司还一直持续深入海南南北卡位布局, 在投入 129 亿打造海口国际免税城的基础上 (官微显示预计 2022 年 6 月一期开业), 今年 3 月还公告拟投资 37 亿元打造三亚海棠湾一期 2 号地项目, 通过海南南北卡位的强化, 进一步巩固公司在海南离岛免税的绝对龙头地位。这些项目布局也会带来一定程度的持续资金需求。

**图 2: 中免新海港项目规划图**


资料来源: 阳光海南网, 搜狐新闻等, 国信证券经济研究所整理

**图 3: 中免新海港项目施工图 (截至 2020 年 9 月底)**


资料来源: 阳光海南网, 搜狐新闻、中新网海南等, 国信证券经济研究所整理

**表 2: 公司目前海南自建项目布局情况**

项目名称	总投资	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	商业面积 (万平方米)	地上面积 (万平方米)	地下面积 (万平方米)	说明
三亚国际免税城	39 亿 (含部分初始运营资金)	8.4	12	7	7.2	4.8	国际免税购物中心, 2014 年 9 月开业
河心岛	12 亿	4.8	6.5		3.5	3	集购物、休闲、娱乐为一体的综合项目, 系免税城重要补充, 目前主要系有税定位, 2019 年底开业
一期 2 号地	37 亿元	10.88	17.25		10.7	6.55	免税+酒店, 引入高端奢侈品牌
海口国际免税城	128.6 亿元	32.4	69.3	47.5			商务办公面积 7.8 万平方米、住宅面积 8 万平方米、酒店面积 6 万平方米。项目将分为两期进行开发, 一期主要聚焦免税商业综合体以及公寓、住宅, 预计投资额 58.8 亿元, 开发期限为 36 个月; 二期项目主要聚焦商业街区、写字楼、酒店, 预计投资额 69.8 亿元, 开发期限为 42 个月

资料来源: 公司公告, 中国土地市场网, 国信证券经济研究所整理

### ■ 投资建议: 赴港融资短有摊薄, 但有望为其后续加速扩张提供显著资金支持, 维持“买入”评级

暂维持 21-23 年公司 EPS 5.36/6.91/8.53 元, 对应 PE 58/45/36x。公司 2020 年已经成为全球免税第一, 本次赴港上市融资短期有一定摊薄影响, 但相对可控。如按发股 8% 计算, 则明后年估值在 48/39x; 若参考万德一致预期, 则明后年估值从此前的 39/30x 调整为 42/33x, 但未来赴港募资 (若发股不超 8% 则有望募资 584 亿港元) 也为公司后续潜在海外布局及其他市内免税布局, 巩固强化全球免税第一地位提供强大的资金支持。未来一看海南南北“大型市内店+机场”免税项目持续扩容下的成长空间; 二看免税业务线上线下协同发力; 三看一线口岸城市离境市内免税等政策开闸预期, 资金助力下公司依托内生外延布局, 包括潜在可能收购考虑等, 其渠道和上游优势有望进一步全面强化, 中长期成长路径和空间明确, 坚定维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

政策风险, 新进入者竞争加剧等市场风险, 宏观经济系统性风险, 国内大规模传染疫情风险, 机场保底租金压力, 汇率大幅贬值风险, 自然灾害、恶劣天气等, 外延扩张可能低于预期, 新项目开业进度或开业经营可能低于预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	14706	25437	33834	45399
应收款项	994	4442	5920	7432
存货净额	14733	4142	5494	6876
其他流动资产	538	2115	2819	3538
<b>流动资产合计</b>	<b>30971</b>	<b>36135</b>	<b>48067</b>	<b>63245</b>
固定资产	2824	2456	3260	3280
无形资产及其他	2449	2352	2255	2158
投资性房地产	4884	4884	4884	4884
长期股权投资	791	793	795	797
<b>资产总计</b>	<b>41919</b>	<b>46621</b>	<b>59261</b>	<b>74365</b>
短期借款及交易性金融负债	417	500	300	200
应付款项	4327	4680	6208	7769
其他流动负债	10917	6289	8304	10490
<b>流动负债合计</b>	<b>15661</b>	<b>11469</b>	<b>14812</b>	<b>18460</b>
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)
其他长期负债	79	79	79	79
<b>长期负债合计</b>	<b>79</b>	<b>(151)</b>	<b>(151)</b>	<b>(151)</b>
<b>负债合计</b>	<b>15741</b>	<b>11319</b>	<b>14661</b>	<b>18309</b>
少数股东权益	3871	4626	5556	6685
股东权益	22308	30675	39044	49371
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>41919</b>	<b>46621</b>	<b>59261</b>	<b>74365</b>

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	3.14	5.36	6.91	8.53
每股红利	0.85	1.07	2.63	3.24
每股净资产	11.43	15.71	20.00	25.29
ROIC	31%	56%	105%	137%
ROE	28%	34%	35%	34%
毛利率	41%	41%	41%	41%
EBIT Margin	19%	20%	19%	19%
EBITDA Margin	19%	20%	20%	19%
收入增长	10%	34%	33%	26%
净利润增长率	33%	70%	29%	23%
资产负债率	47%	34%	34%	34%
息率	0.3%	0.3%	0.8%	1.0%
P/E	98.4	57.8	44.8	36.3
P/B	27.1	19.7	15.5	12.2
EV/EBITDA	61.3	43.0	33.5	27.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>52597</b>	<b>70491</b>	<b>93952</b>	<b>117942</b>
营业成本	31221	41660	55526	69456
营业税金及附加	1083	1339	1503	1887
销售费用	8847	11406	16113	20935
管理费用	1637	2142	2823	3636
财务费用	(545)	(480)	(729)	(988)
投资收益	16	100	50	50
资产减值及公允价值变动	909	0	0	0
其他收入	(1585)	0	0	0
营业利润	9694	14524	18767	23066
营业外净收支	(22)	80	50	30
<b>利润总额</b>	<b>9672</b>	<b>14604</b>	<b>18817</b>	<b>23096</b>
所得税费用	2335	2965	3820	4619
少数股东损益	1197	1180	1500	1820
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6140</b>	<b>10460</b>	<b>13497</b>	<b>16657</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>6140</b>	<b>10460</b>	<b>13497</b>	<b>16657</b>
资产减值准备	526	374	317	131
折旧摊销	314	392	478	546
公允价值变动损失	(909)	0	0	0
财务费用	(545)	(480)	(729)	(988)
营运资本变动	538	1666	324	266
其它	348	381	613	998
<b>经营活动现金流</b>	<b>6957</b>	<b>13273</b>	<b>15229</b>	<b>18597</b>
资本开支	(2434)	(301)	(1501)	(601)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2971)</b>	<b>(303)</b>	<b>(1503)</b>	<b>(603)</b>
权益性融资	39	0	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(1658)	(2092)	(5129)	(6330)
其它融资现金流	<b>2092</b>	<b>83</b>	<b>(200)</b>	<b>(100)</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1186)</b>	<b>(2239)</b>	<b>(5329)</b>	<b>(6430)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>2800</b>	<b>10731</b>	<b>8397</b>	<b>11565</b>
货币资金的期初余额	11906	14706	25437	33834
货币资金的期末余额	14706	25437	33834	45399
企业自由现金流	5859	12870	13637	17834
权益自由现金流	7951	13106	14019	18524

## 相关研究报告

《中国中免-601888-2020 年年报及 2021 年一季报点评：业绩符合预期，拟筹备赴港上市助力成长》 —— 2021-04-22

《中国中免-601888-重大事件快评：三亚免税新扩容，拟引进高端奢侈品牌，助力整体升级》 —— 2021-03-19

《中国中免-601888-重大事件快评：2020 年业绩表现靓丽，重签租金协议彰显公司议价能力》 —— 2021-02-01

《中国中免-601888-系列之五十一：海南离岛免税进入新格局，蛋糕做大+效能激发更关键》 —— 2020-12-30

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032