

2021年11月02日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目標價(元)

268

**公司基本資訊**

產業別	休闲服务
A 股价(2021/11/2)	222.88
上证指数(2021/11/2)	3505.63
股價 12 個月高/低	402.35/172.16
總發行股數(百萬)	1952.48
A 股數(百萬)	1952.48
A 市值(億元)	4351.68
主要股東	中国旅游集团有限公司 (53.30%)
每股淨值(元)	14.74
股價/賬面淨值	15.12
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	-12.2 -12.6 15.1

**近期評等**

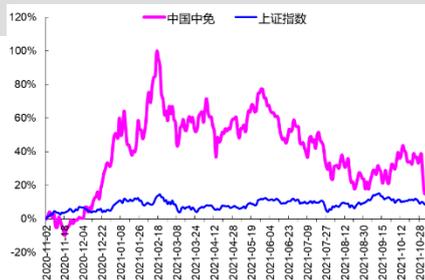
出刊日期	前日收盤	評等
2021-07-06	279.89	区间操作
2021-06-01	334.50	区间操作
2021-04-22	298.66	区间操作
2021-02-01	294.00	区间操作

**產品組合**

商品貿易	100%
------	------

**機構投資者占流通 A 股比例**

基金	12.5%
一般法人	67.8%

**股價相對大盤走勢**

**中國中免(601888.SH)**
**BUY 买进**
**受益首都机场协议落地+海南税收优惠, 3Q 净利润高增**
**結論與建議:**
**业绩概要:**

公司前三季度实现收入 495 亿, 同比增 40.9%, 录得净利润 84.9 亿, 同比增 168.4%, 三季度实现收入 139.7 亿, 同比下降 11.7%, 录得净利润 31.3 亿, 同比增 40.22%。

- 与首都机场补充协议落地。公司公告与首都机场签订补充协议, 就疫情期间(2020年2月11日至2021年2月10日)国际客流大幅下滑, 在第二合同年保底经营费的基础上, 根据客流情况核算第三合同年(即上述时间段)经营费, 根据协议, 公司需支付首都机场第三合同年经营费为 2.83 亿, 经营费与此前计提费用差值于三季度冲回, 影响利润约 11.4 亿。
- 海南子公司享所得税优惠。公司 9 月底公告海南省内子公司(三亚市内免税店、海免、美兰机场免税店、琼海免税店、海免海口免税店、凤凰机场免税店)经有关部门界定, 依法享有 15% 的企业所得税优惠税率, 有效期自 2020 年 1 月 1 日期至 2024 年 12 月 31 日, 税费返还影响利润约 7.4 亿, 计入三季度业绩。从短期来看, 境外游预计仍将承压, 税收优惠覆盖当下公司 60% 以上收入来源, 未来三年公司的盈利能力有望持续提升。
- 剔除两项因素, 3Q 实现净利润约 12.5 亿, 同比环比均有明显下降(20Q3 净利润为 22.3 亿, 21Q2 净利润为 25.1 亿), 主要由于受夏季疫情影响, 海南客流下滑 2-3 成, 致使三季度公司离岛免税业务受影响, 收入同比下降, 但费用端较刚性难以收缩; 另一方面, 促销力度加大, 三季度毛利率同比下降 7.6 个百分点至 31.3%, 前三季度毛利率同比下降 4.68 个百分点至 36.34%。
- 根据新闻资料, 国庆期间, 海南 9 家免税店实现免税销售额 16.1 亿, 同比增 63%, 消费者达 25 万人次, 同比增 48%, 日均销售额达 2.3 亿元, 表明离岛免税已摆脱夏季疫情困扰, 维持强势表现。随着气候转冷, 海南逐渐进入旺季, 免税消费有望维持高热度。从长远来看, 市内免税店相关政策仍在推进之中, 公司亦已提交港股 IPO 申请, 未来在拓宽海外渠道、提升供应链效率等方面将增强实力。
- 综上, 预计 2021-2022 年公司将分别实现净利润 114.2 亿和 148 亿, 分别同比增 86% 和 30%, EPS 分别为 5.85 元和 7.58 元, 当前股价对应 PE 分别为 38 倍和 29 倍, 估值合理, 上调至“买进”投资建议。
- 风险提示: 境内疫情反复, 离岛竞争加大

..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021F	2022F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	3095	4632	6140	11415	14802
同比增減	%	22.29	49.66	32.57	85.91	29.67
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.59	2.37	3.14	5.85	7.58
同比增減	%	22.28	49.66	32.57	85.91	29.67
市盈率(P/E)	X	140.62	93.96	70.87	38.12	29.40
股利 (DPS)	RMB 元	0.55	0.72	1.00	1.87	2.43
股息率 (Yield)	%	0.23	0.30	0.41	0.77	1.00

**【投資評等說明】**
**評等定義**

強力買進 (Strong Buy)	潜在上漲空間 $\geq 35\%$
買進 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上漲空間 $< 35\%$
區間操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上漲空間 $< 15\%$
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

附一：合并損益表

百萬元	2018	2019	2020	2021F	2022F
營業收入	47007	48612	52597	72097	89466
經營成本	27518	23788	31221	45421	55469
營業稅金及附加	659	891	1083	1721	1389
銷售費用	11601	15536	8847	4502	9172
管理費用	1601	1628	1637	2180	3077
財務費用	-7	26	-545	283	-146
資產減值損失	298			0	0
投資收益	51	965	16	107	84
營業利潤	5426	7356	9694	18189	20651
營業外收入	25	66	4	17	18
營業外支出	116	15	26	21	4
利潤總額	5336	7407	9672	18185	20665
所得稅	1401	1801	2335	2973	3513
少數股東損益	840	975	1197	3798	2350
歸屬於母公司所有者的淨利潤	3095	4632	6140	11415	14802

附二：合并資產負債表

百萬元	2018	2019	2020	2021F	2022F
貨幣資金	11289	12486	14706	19127	25510
應收賬款	979	151	129	139	153
存貨	5943	8965	14733	17680	21216
流動資產合計	19578	23115	30971	35927	43112
長期股權投資	284	255	791	807	823
固定資產	1932	1684	1591	1750	1925
在建工程	833	404	1233	1850	2220
非流動資產合計	7269	8709	10948	12700	14859
資產總計	26847	31824	41919	48626	57971
流動負債合計	7793	8403	15661	18323	17407
非流動負債合計	470	467	79	383	484
負債合計	8263	8870	15741	18706	17892
少數股東權益	2349	2867	3871	3910	3949
股東權益合計	16235	20088	22308	29920	40079
負債及股東權益合計	26847	31824	41919	48626	57971

附三：合并現金流量表

百萬元	2018	2019	2020	2021F	2022F
經營活動產生的現金流量淨額	2722	3121	8202	11535	13420
投資活動產生的現金流量淨額	-1906	-631	-3814	-5047	-4473
籌資活動產生的現金流量淨額	-1149	-1729	-1383	-2163	-2684
現金及現金等價物淨增加額	-247	847	2675	4326	6263

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。