

601888.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 223.29

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(23.3)	(2.9)	(5.0)	2.6
相对上证指数	(27.5)	(6.1)	(4.7)	(5.7)

发行股数(百万)	1,952
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	435,968
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,624
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
中国旅游集团有限公司	53

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年12月15日收市价为标准

相关研究报告

《中国中免: 多重利好助 Q3 业绩亮眼, 新店开业固卡位优势》 20211031

《中国中免: 海南板块所得税优惠确定, 公司业绩有望增厚》 20210930

《中国中免: 21H1 业绩基本符合预期, 赴港上市有序推进中》 20210829

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务: 旅游综合

证券分析师: 包仁诚

(8621)20328590

rencheng.bao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521070002

联系人: 李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300120090024

中国中免

收购港中旅资产公司, 完善免税牌照与渠道

12月14日公司公告称, 拟以非公开协议转让方式, 斥1.26亿现金收购中国港中旅资产经营有限公司(简称“港中旅资产公司”)100%股权, 收购完成后港中旅资产公司成为公司全资子公司, 有望进一步促进公司免税业务发展, 提高竞争力。

支撑评级的要点

- **巩固免税业务护城河, 解决同业竞争。** 目前公司未有外汇免税店牌照, 即回国补购型市内免税店, 港中旅所拥有的免税外汇商品经营资质将使公司可借此进一步完善公司免税牌照。由于此前港中旅资产公司可以在全国范围内参与免税经营权投标, 本次收购完成后, 港中旅将成为公司全资子公司, 同业竞争问题望得以解决, 公司龙头地位或进一步巩固。
- **中免市内免税布局或进一步完善。** 市内免税店相对机场免税店的扣点较低, 且对标大型商场, 具有区位优势。公司正积极发力布局市内免税渠道, 截至2020年底, 公司恢复位于北京、上海等地的市内免税店, 并在中国香港和柬埔寨开设运营4家市内免税店, 此外, 武汉、上海等地政府也在积极与公司商讨相关事宜。此次新收购标的包含面向国人开放的市内免税门店, 有望为公司原有的免税布局进一步打通免税消费场景。
- **静待国门重开, 国际旅游有望贡献流量。** 截至12月14日, 我国疫苗接种总量达26.30亿剂, 同时我国正大力推行加强针注射, 根据第一财经报道, 科兴加强针试验显示中和奥密克戎抗体阳性率高达94%。境外国家对我国疫苗认可度逐步提高, 大部分旅游热门国家已向中国旅客开放。近期国内疫情虽有反复, 但出现疫情的省市及时流调摸排管理有序, 国门重开指日可待, 或将利好公司机场、口岸、市内免税等多方渠道。

估值

- 因市内免税店政策暂未落地及国际旅游仍未开放, 后续发展仍需观望, 故暂维持公司原预测, 预测公司21-23年EPS为5.99/8.18/10.92元, 对应市盈率分别为37.3/27.3/20.5倍, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 国门开放对离岛销售分流、免税市场竞争加剧、政策落地实施不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	47,966	52,597	74,572	95,173	121,961
变动(%)	2	10	42	28	28
净利润(人民币 百万)	4,629	6,140	11,700	15,963	21,316
全面摊薄每股收益(人民币)	2.371	3.145	5.992	8.176	10.918
变动(%)	49.6	32.6	90.6	36.4	33.5
全面摊薄市盈率(倍)	94.2	71.0	37.3	27.3	20.5
价格/每股现金流量(倍)	149.0	53.2	45.7	36.1	22.4
每股现金流量(人民币)	1.50	4.20	4.89	6.18	9.95
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.4	44.7	24.9	18.1	13.1
每股股息(人民币)	0.720	1.000	1.798	2.861	4.367
股息率(%)	0.3	0.4	0.8	1.3	2.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	47,966	52,597	74,572	95,173	121,961
销售成本	(25,045)	(32,304)	(46,266)	(56,537)	(69,246)
经营费用	(15,663)	(10,859)	(11,587)	(15,989)	(22,279)
息税折旧前利润	7,259	9,434	16,720	22,646	30,436
折旧及摊销	(408)	(516)	(624)	(732)	(855)
经营利润(息税前利润)	6,851	8,919	16,095	21,915	29,581
净利息收入/(费用)	309	794	1,097	1,446	1,916
其他收益/(损失)	1,086	208	341	431	471
税前利润	7,160	9,672	17,087	23,186	31,133
所得税	(1,746)	(2,335)	(2,990)	(4,069)	(5,604)
少数股东权益	786	1,197	2,396	3,154	4,212
净利润	4,629	6,140	11,700	15,963	21,316
核心净利润	4,642	6,135	11,709	15,971	21,324
每股收益(人民币)	2.371	3.145	5.992	8.176	10.918
核心每股收益(人民币)	2.377	3.142	5.997	8.180	10.921
每股股息(人民币)	0.720	1.000	1.798	2.861	4.367
收入增长(%)	2	10	42	28	28
息税前利润增长(%)	29	30	80	36	35
息税折旧前利润增长(%)	27	30	77	35	34
每股收益增长(%)	50	33	91	36	34
核心每股收益增长(%)	51	32	91	36	34

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	11,906	14,706	20,342	27,155	38,387
应收帐款	800	129	1,156	457	1,610
库存	8,060	14,733	12,807	23,857	24,728
其他流动资产	381	256	746	782	1,834
流动资产总计	22,246	30,971	36,624	54,389	69,076
固定资产	2,031	2,824	3,778	4,365	4,824
无形资产	2,504	2,449	2,438	2,424	2,405
其他长期资产	2,573	4,136	3,072	3,137	3,232
长期资产总计	7,108	9,408	9,289	9,926	10,460
总资产	30,687	41,919	47,315	65,553	80,580
应付帐款	3,537	4,327	4,436	5,646	6,686
短期债务	224	417	230	400	230
其他流动负债	4,200	10,917	5,139	8,466	5,621
流动负债总计	7,961	15,661	9,804	14,512	12,538
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	415	79	420	420	420
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
储备	17,813	20,680	28,870	39,246	52,036
股东权益	19,765	22,632	30,823	41,198	53,988
少数股东权益	2,421	3,871	6,268	9,422	13,634
总负债及权益	30,687	41,919	47,315	65,553	80,580
每股帐面价值(人民币)	10.12	11.59	15.79	21.10	27.65
每股有形资产(人民币)	8.84	10.34	14.54	19.86	26.42
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.98)	(7.32)	(10.30)	(13.70)	(19.54)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	7,160	9,672	17,087	23,186	31,133
折旧与摊销	408	516	624	732	855
净利息费用	11	(545)	(650)	(840)	(1,081)
运营资本变动	177	6,877	(4,576)	4,545	(4,479)
税金	(960)	(1,139)	(2,990)	(4,069)	(5,604)
其他经营现金流	(3,870)	(7,178)	43	(11,490)	(1,401)
经营活动产生的现金流	2,926	8,202	9,538	12,064	19,423
购买固定资产净值	568	737	1,300	1,000	950
投资减少/增加	995	(521)	200	350	400
其他投资现金流	(2,662)	(4,031)	(2,701)	(2,025)	(1,925)
投资活动产生的现金流	(1,099)	(3,814)	(1,201)	(675)	(575)
净增权益	(1,406)	(1,953)	(3,510)	(5,587)	(8,527)
净增债务	(65)	193	(187)	170	(170)
支付股息	1,406	1,953	3,510	5,587	8,527
其他融资现金流	(1,581)	(1,576)	(2,514)	(4,746)	(7,446)
融资活动产生的现金流	(1,646)	(1,383)	(2,702)	(4,576)	(7,616)
现金变动	181	3,005	5,636	6,812	11,232
期初现金	11,289	11,906	14,706	20,342	27,155
公司自由现金流	1,827	4,388	8,338	11,389	18,848
权益自由现金流	1,773	4,036	7,500	10,718	17,598

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.1	17.9	22.4	23.8	25.0
息税前利润率(%)	14.3	17.0	21.6	23.0	24.3
税前利润率(%)	14.9	18.4	22.9	24.4	25.5
净利率(%)	9.7	11.7	15.7	16.8	17.5
流动性					
流动比率(倍)	2.8	2.0	3.7	3.7	5.5
利息覆盖率(倍)	534.9	528.1	1,036.0	1,449.4	1,956.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.8	1.0	2.4	2.1	3.5
估值					
市盈率(倍)	94.2	71.0	37.3	27.3	20.5
核心业务市盈率(倍)	93.9	71.1	37.2	27.3	20.4
市净率(倍)	22.1	19.3	14.1	10.6	8.1
价格/现金流(倍)	149.0	53.2	45.7	36.1	22.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.4	44.7	24.9	18.1	13.1
周转率					
存货周转天数	102.0	128.8	108.6	118.3	128.0
应收帐款周转天数	6.8	3.2	3.1	3.1	3.1
应付帐款周转天数	24.3	27.3	21.4	19.3	18.5
回报率					
股息支付率(%)	30.4	31.8	30.0	35.0	40.0
净资产收益率(%)	25.7	29.0	43.8	44.3	44.8
资产收益率(%)	18.0	18.6	29.8	32.0	33.2
已运用资本收益率(%)	5.6	6.2	9.2	9.0	9.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371