

2021年12月15日
顾向君
H70420@capitalcom.tw
目标价(元) 268

中国中免(601888.SH)

BUY 买进

拟收购港中旅 100%股权，完善牌照布局

结论与建议：

事件概要：

公告为解决竞业问题，提高竞争力，公司拟以现金 1.26 亿的价格收购控股股东全资子公司中国港中旅资产经营公司（简称“港中旅”）100%股权。

- 港中旅主要业务包涵免税品销售、预包装食品销售、物业管理等，2019-2021 年前三季度收入分别为 302 万、96.9 万和 8.14 万，归母净利润分别为 60.6 万、-14.5 万和-98.5 万，截至三季度末，净资产总额 1198.11 万元，收购溢价主要为标的公司所有的商业楼及所在宗地价值。港中旅拥有免税外汇商品经营资质，即可开设回国补购型的市内免税店（与中出服所持牌照类型相同，当前该类免税店免税金额为 5000 元），根据此前公开资料，目前主要在哈尔滨开立门店（即中侨免税店，当前处于歇业状态）。本次交易完成后，一则有助于解决集团内部竞业问题，二则完善公司牌照布局，中免将成国内唯一全牌照免税品销售公司，出入境业务互补效果有望深化，为完善疫后市场布局、提升整体盈利能力，增添助力。
- 目前，受新冠疫情影响，离岛免税依旧为公司主要收入来源。据海口海关，前三季度离岛免税销售金额 355 亿元，较去年同期(下同)增长 121%；购物旅客 513 万人次，增长 84.5%；销售免税品 5073 万件，增长 158%。考虑秋冬疫情及电商活动，免税销售或受冲击，但预计整体景气仍较为可观。另外，公司此前公告，出于疫情冲击全球经济，资本市场低迷等因素考虑，公司暂缓 H 股发行上市进程，后续安排将视市场情况确定。
- 公司在疫情期间持续推进长远战略布局。除完善海南离岛免税店覆盖和建设配套商业，随着规模扩大，公司对上游供应商议价能力提升，并先后与 1000 多个知名品牌建立合作关系，离岛免税新政提升以来，多个奢牌入驻。公司亦注重数字化建设，聚合 2000 万中免会员，通过逐步完善会员服务，强化流量优势。此外，提前布局市内免税店，未来随着疫情改善，有望通过与机场免税店联动，提升盈利。
- 考虑秋冬疫情，略下调盈利预测，预计 2021-2022 年公司将分别实现净利润 108 亿和 146 亿，分别同比增 75.5%和 35.5%，EPS 分别为 5.52 元和 7.48 元，当前股价对应 PE 分别为 41 倍和 30 倍，维持“买进”投资建议。
- 风险提示：境内疫情反复，离岛竞争加大

公司基本信息

产业别	休闲服务
A 股价(2021/12/14)	228.00
上证指数(2021/12/14)	3661.53
股价 12 个月高/低	402.35/197.2
总发行股数(百万)	1952.48
A 股数(百万)	1952.48
A 市值(亿元)	4451.64
主要股东	中国旅游集团有限公司 (53.30%)
每股净值(元)	14.74
股价/账面净值	15.46
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-2.6 -3.0 7.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021-11-02	222.88	买入
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

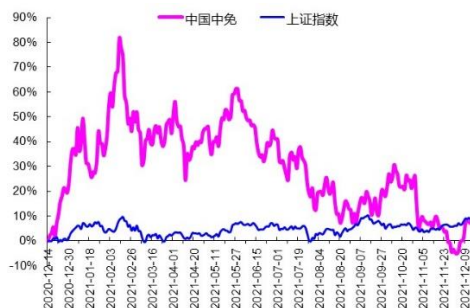
产品组合

商品贸易	100%
------	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	12.5%
一般法人	67.8%

股价相对大盘走势



..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021F	2022F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3095	4632	6140	10776	14604
同比增减	%	22.29	49.66	32.57	75.51	35.51
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.59	2.37	3.14	5.52	7.48
同比增减	%	22.28	49.66	32.57	75.51	35.51
市盈率(P/E)	X	143.85	96.11	72.50	41.31	30.48
股利 (DPS)	RMB 元	0.55	0.72	1.00	1.77	2.39
股息率 (Yield)	%	0.24	0.32	0.44	0.77	1.05

【投资评等说明】
评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
营业收入	47007	48612	52597	70370	87250
经营成本	27518	23788	31221	45037	54095
营业税金及附加	659	891	1083	1691	1356
销售费用	11601	15536	8847	4315	8950
管理费用	1601	1628	1637	2111	2989
财务费用	-7	26	-545	266	-141
资产减值损失	298			0	0
投资收益	51	965	16	107	84
营业利润	5426	7356	9694	17149	20147
营业外收入	25	66	4	17	18
营业外支出	116	15	26	21	4
利润总额	5336	7407	9672	17145	20162
所得税	1401	1801	2335	2817	3427
少数股东损益	840	975	1197	3552	2131
归属于母公司所有者的净利润	3095	4632	6140	10776	14604

附二：合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
货币资金	11289	12486	14706	19127	25510
应收账款	979	151	129	139	153
存货	5943	8965	14733	17680	21216
流动资产合计	19578	23115	30971	35927	43112
长期股权投资	284	255	791	807	823
固定资产	1932	1684	1591	1750	1925
在建工程	833	404	1233	1850	2220
非流动资产合计	7269	8709	10948	12700	14859
资产总计	26847	31824	41919	48626	57971
流动负债合计	7793	8403	15661	18323	17407
非流动负债合计	470	467	79	383	484
负债合计	8263	8870	15741	18706	17892
少数股东权益	2349	2867	3871	3910	3949
股东权益合计	16235	20088	22308	29920	40079
负债及股东权益合计	26847	31824	41919	48626	57971

附三：合并现金流量表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
经营活动产生的现金流量净额	2722	3121	8202	11259	13088
投资活动产生的现金流量净额	-1906	-631	-3814	-4926	-4363
筹资活动产生的现金流量净额	-1149	-1729	-1383	-2111	-2618
现金及现金等价物净增加额	-247	847	2675	4222	6108

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。