

2024年02月28日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

104

中国中免(601888.SH/1880.HK)

BUY 买进

拟加码三亚投资，进一步巩固离岛免税业务

结论与建议：

事件概要：

公司董事会审议通过《关于三亚国际免税城一期二号地项目追加投资的议案》，拟对三亚国际免税城2号地项目追加投资10.7亿元（2021年董事会批准投资额为36.9亿），主要由于增加建筑面积、停车面积、外立面及幕墙品质提升、机电系统及电力系统配置提升等。

点评：

- 加码投资，巩固离岛优势。近年来，深耕海南、加码离岛免税一直是公司工作重点，目前已实现市内商业体、机场、港口等多流量入口覆盖。春节期间三亚国际免税城春节期间日均进店超6万人次，客流同比增40.4%；海口国际免税城累计待客逾36万人次，同比增9.8%。三亚国际免税城一期2号地为免税商业和高端酒店一体的旅游零售综合体，于2021年中开工建设，2023年底对外开业，占地约163亩，总建筑面积超21万平方米，本次追加投资将进一步改进购物体验，强化游客吸引力。
- 口岸客流复苏加速，机场免税修复可期。据民航局数据，1月国际及地区民航客运量为512.4万人，恢复至2019年同期的72%，春节期间国家移民局通报春节假期全国边检共保障1351.7万人次出入境，较去年春节增长2.8倍，恢复至2019年同期近九成。我们预计在免签、航班恢复加速等利好消息刺激下，出境游复苏有望加快，叠加去年末公司与北上两大机场签订补充协议，理顺未来合作细节，机场免税店销售将稳步修复。此外，公司疫情期间持续推进市内免税店前期规划及布局，未来政策落地有望率先从中获益。
- 维持盈利预测，预计2023-2025年将分别实现净利润67.2亿、86.5亿和109.7亿，分别同比增33.5%、28.8%和26.8%，EPS分别为3.25元、4.18元和5.30元，当前股价对应PE分别为27倍、21倍和15倍，维持“买进”建议。
- 风险提示：国际客流恢复不及预期，采购成本超预期，离岛免税竞争超预期

..... 接续下页

公司基本资讯

产业别	休闲服务		
A 股价(2024/2/27)	86.19		
上证指数(2024/2/27)	3015.48		
股价 12 个月高/低	197.88/75.12		
总发行股数(百万)	2068.86		
A 股数(百万)	1952.48		
A 市值(亿元)	1682.84		
主要股东	中国旅游集团有限公司 (50.30%)		
每股净值(元)	26.04		
股价/账面净值	3.31		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	5.1	-3.7	-56.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-01-09	75.40	买进
2023-12-27	78.85	买进
2023-10-11	100.87	区间操作
2023-07-10	109.66	区间操作
2023-05-11	144.98	买进
2023-01-16	228.50	买进

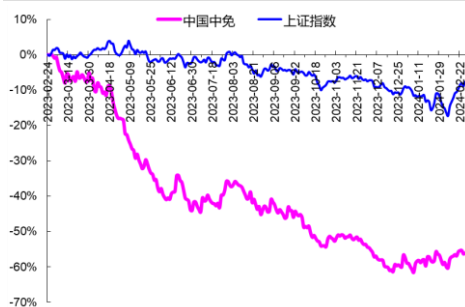
产品组合

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

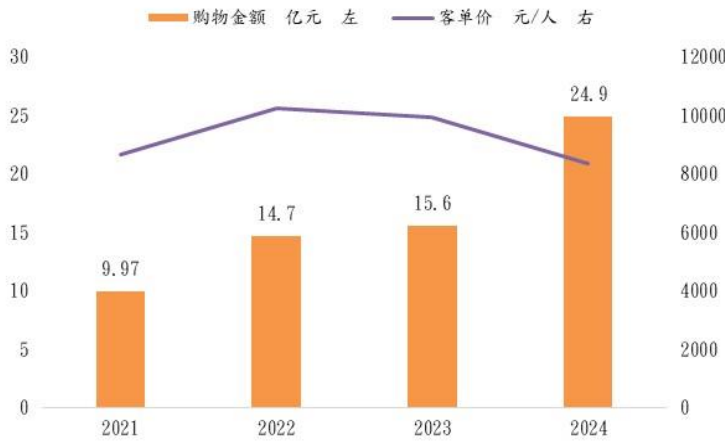


年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	6140	9654	5030	6717	8649	10966
同比增减	%	32.56	57.23	-47.89	33.52	28.76	26.79
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.14	4.94	2.91	3.25	4.18	5.30
同比增减	%	32.56	57.23	-41.08	11.45	28.76	26.79
A 股市盈率(P/E)	X	27	17	30	27	21	16
股利 (DPS)	RMB 元	1.00	1.50	0.08	1.01	1.30	1.64
股息率 (Yield)	%	1.16	1.74	0.09	1.17	1.50	1.91

【投资评等说明】

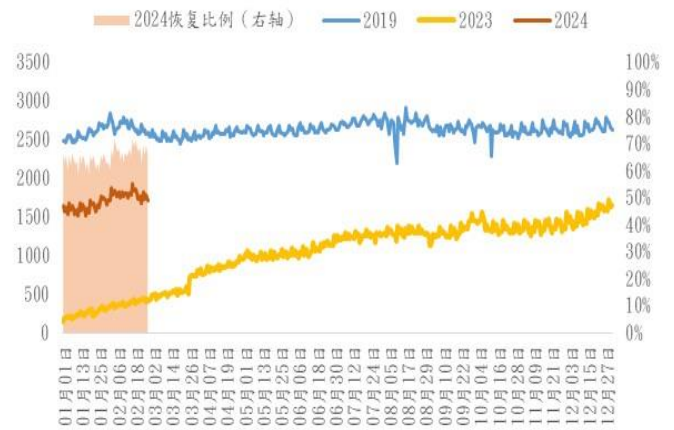
评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

图：春节离岛免税销售情况



资料来源：海口海关，群益金鼎证券

图：截至2月27日国际及地区航班恢复情况 单位：架次



资料来源：choice，群益金鼎证券

附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	52598	67676	54433	67576	87070	106911
经营成本	31221	44882	38982	46357	60079	73555
营业税金及附加	1084	1839	1215	1567	2019	2479
销售费用	8847	3861	4032	8959	10655	13084
管理费用	1638	2250	2209	2293	2954	3628
财务费用	-545	-43	220	-540	48	59
资产减值损失	-909	-499	-591	-478	0	-50
投资收益	16	162	162	75	100	64
营业利润	9694	14804	7619	8587	11567	14333
营业外收入	4	17	13	24	20	21
营业外支出	26	20	15	16	4	4
利润总额	9672	14801	7617	8595	11583	14350
所得税	2335	2437	1429	1493	2234	2554
少数股东损益	1197	2711	1158	385	700	830
归属于母公司所有者的净利润	6140	9654	5030	6717	8649	10966

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	14713	16856	26892	27567	28438	29507
应收账款	129	106	151	166	183	201
存货	14733	19725	27926	33512	40214	46246
流动资产合计	30979	38542	57205	63498	71118	80363
长期股权投资	791	992	1970	2010	2050	2091
固定资产	1591	1843	5434	6249	6874	7424
在建工程	1233	2890	1852	1667	1500	1350
非流动资产合计	10949	16932	18702	20198	21410	22267
资产总计	41928	55474	75908	83696	92528	102630
流动负债合计	15663	17136	17480	25426	27645	29717
非流动负债合计	79	3546	4300	4945	5439	5711
负债合计	15742	20682	21780	30371	33085	35429
少数股东权益	3871	5173	5554	5610	5666	5722
股东权益合计	22314	29619	48573	53325	59443	67201
负债及股东权益合计	41928	55474	75908	83696	92528	102630

附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	8201	8329	-3415	5406	9578	13898
投资活动产生的现金流量净额	-3814	-2318	-3807	-3379	-4354	-5346
筹资活动产生的现金流量净额	-1383	-3817	15455	-1352	-4354	-7484
现金及现金等价物净增加额	2673	1998	9106	676	871	1069

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。此份报告内容之资料及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。