# 中国中免（601888）

公司研究/点评报告

# 拟投资扩建三亚免税城，领先优势巩固

点评报告/消费者服务 | 2021 年 03 月 19 日

## 一、事件概述

公司 3 月 18 日公告，公司全资孙公司中免（海南）投资发展有限公司拟投资人民币 36.9 亿元用于三亚国际免税城一期 2 号地项目建设。

## 二、分析与判断

**项目概况：**该地块为公司 2011 年以挂牌方式竞得，1 号地为目前已在运营的海棠湾免税城一期，总建筑面积约 12 万平方米；2 号地为本次投资项目，规划用途为商服（旅游）用地，总建筑面积 17.25 万平方米，其中地上建筑面积约 10.7 万平方米。项目开发分为两部分：（1）免税商业（建设周期 21 个月）；（2）酒店：以地标型、国际高端知名品牌酒店为主（建设周期 48 个月）。

### ➢ 项目紧邻三亚国际免税城，扩建后产能瓶颈有望解决

从规划内容看，项目位于海棠湾核心景区内，紧邻当前正在运营的三亚国际免税城一期以及海棠湾河心岛项目，且建筑面积远超一期。未来建成后项目将集免税商业与高端酒店为一体，与原有一期项目及河心岛项目形成互补效应：**（1）解决目前三亚国际免税城一期项目的产能瓶颈。**一方面是在海南免税新政之后，旅客购物人次大幅增加，导致旺季三亚国际免税城的购物体验下降，后续项目建成投运后，将大幅缓解目前旺季的购物结算排队问题。另外，由于三亚国际免税城优质一层商铺位置有限，导致高奢品牌入驻有一定延缓，而 2 号地项目建成后，即缓解了当前的产能瓶颈问题，又可通过配套的优质高端酒店项目，吸引更多国际高奢品牌进驻；**（2）业态互补：**目前三亚国际免税城配套服务主要以餐饮和其他有税商业零售，缺乏自有高端酒店配套，旅客当前多选择入驻周边高星级酒店。后续高端酒店项目落地后，有望和商业零售项目形成联动。

**项目落地后公司在离岛免税市场领先优势将得到巩固。**目前离岛免税已进入适度竞争阶段，供给端要素对运营商的竞争优势格外重要。此次项目建成后，公司在海南的免税商业面积将进一步领先同业，物业优势进一步得到增强，同时也有利于后续品牌引入谈判。

## 三、投资建议

预计公司 2021-22 年 EPS 各为 7.43、9.91 元，对应 PE42、32 倍，公司历史平均估值在 40 倍。我们重申，公司依托领先的规模及供应链优势、优质的物业供给，仍将是行业成长红利的最大受益者，同时建议关注公司线上业务的增长潜力，维持“推荐”评级。

## 四、风险提示：

新冠疫情恶化；机场国际客流恢复对销售费用影响较大；免税政策及销售进展低于预期。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 47,966 | 52,586 | 93,822 | 124,144 |
| 增长率（%） | 2.0% | 9.6% | 78.4% | 32.3% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 4,629 | 6,118 | 14,507 | 19,358 |
| 增长率（%） | 49.6% | 32.2% | 137.1% | 33.4% |
| 每股收益（元） | 2.37 | 3.13 | 7.43 | 9.91 |
| PE（现价） | 124.0 | 99.8 | 42.1 | 31.5 |
| PB | 28.9 | 23.5 | 15.1 | 10.2 |

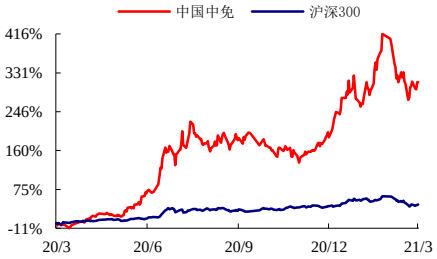
资料来源：公司公告、民生证券研究院

**推荐** 维持评级

**当前价格：** 312.7 元

| 交易数据 | 2021-3-18 |
|---|---|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 387.86/67.2 |
| 总股本（百万股） | 1,952 |
| 流通股本（百万股） | 1,952 |
| 流通股比例（%） | 100.00 |
| 总市值（亿元） | 6,105 |
| 流通市值（亿元） | 6,105 |

**该股与沪深 300 走势比较**




资料来源：Wind，民生证券研究院


**分析师：顾熹闽**

执业证 S0100519080001

电话： 021-60876718

邮箱： guximin@mszq.com


**相关研究**

1.中国中免（601888）2020 年业绩快报点评：政策+租金减免推动利润高增，成长边界有望进一步打开

2.中国中免 Q3 业绩点评：政策红利释放，Q3 业绩表现亮眼

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | 47,966 | 52,586 | 93,822 | 124,144 |
| 营业成本 | 24,273 | 32,046 | 53,504 | 68,767 |
| 营业税金及附加 | 772 | 846 | 1,510 | 1,998 |
| 销售费用 | 14,904 | 8,798 | 12,197 | 16,139 |
| 管理费用 | 1,549 | 1,315 | 1,876 | 2,235 |
| 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | 6,468 | 9,582 | 24,735 | 35,006 |
| 财务费用 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | (378) | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 965 | 406 | 474 | 615 |
| **营业利润** | 7,109 | 10,030 | 23,758 | 31,674 |
| 营业外收支 | 52 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | 7,160 | 10,011 | 23,739 | 31,679 |
| 所得税 | 1,746 | 2,441 | 5,788 | 7,723 |
| 净利润 | 5,415 | 7,570 | 17,951 | 23,955 |
| **归属于母公司净利润** | 4,629 | 6,118 | 14,507 | 19,358 |
| **EBITDA** | 6,876 | 9,762 | 24,913 | 35,180 |

| 资产负债表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 11906 | 26943 | 40246 | 60564 |
| 应收账款及票据 | 800 | 1246 | 1914 | 2514 |
| 预付款项 | 381 | 817 | 1184 | 1452 |
| 存货 | 8060 | 842 | 8076 | 14847 |
| 其他流动资产 | 180 | 180 | 180 | 180 |
| **流动资产合计** | 22246 | 30760 | 53711 | 81315 |
| 长期股权投资 | 255 | 661 | 1135 | 1750 |
| 固定资产 | 1632 | 1735 | 1636 | 1638 |
| 无形资产 | 2504 | 2968 | 3593 | 4390 |
| **非流动资产合计** | 8442 | 8847 | 9701 | 10855 |
| **资产合计** | 30687 | 39607 | 63412 | 92170 |
| 短期借款 | 224 | 224 | 224 | 224 |
| 应付账款及票据 | 3537 | 3885 | 6615 | 8954 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **流动负债合计** | 7961 | 9311 | 15165 | 19968 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 413 | 413 | 413 | 413 |
| **非流动负债合计** | 415 | 415 | 415 | 415 |
| **负债合计** | 8377 | 9726 | 15580 | 20383 |
| 股本 | 1952 | 1952 | 1952 | 1952 |
| 少数股东权益 | 2421 | 3873 | 7318 | 11915 |
| **股东权益合计** | 22310 | 29881 | 47832 | 71787 |
| **负债和股东权益合计** | 30687 | 39607 | 63412 | 92170 |

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入增长率 | 2.0% | 9.6% | 78.4% | 32.3% |
| EBIT 增长率 | 14.9% | 48.1% | 158.2% | 41.5% |
| 净利润增长率 | 49.6% | 32.2% | 137.1% | 33.4% |
| **盈利能力** | | | | |
| 毛利率 | 49.4% | 39.1% | 43.0% | 44.6% |
| 净利润率 | 9.7% | 11.6% | 15.5% | 15.6% |
| 总资产收益率 ROA | 15.1% | 15.4% | 22.9% | 21.0% |
| 净资产收益率 ROE | 23.3% | 23.5% | 35.8% | 32.3% |
| **偿债能力** | | | | |
| 流动比率 | 2.8 | 3.3 | 3.5 | 4.1 |
| 速动比率 | 1.8 | 3.2 | 3.0 | 3.3 |
| 现金比率 | 1.5 | 2.9 | 2.7 | 3.0 |
| 资产负债率 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| **经营效率** | | | | |
| 应收账款周转天数 | 6.7 | 8.6 | 7.6 | 7.6 |
| 存货周转天数 | 103.8 | 50.0 | 30.0 | 60.0 |
| 总资产周转率 | 1.7 | 1.5 | 1.8 | 1.6 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 2.4 | 3.1 | 7.4 | 9.9 |
| 每股净资产 | 10.2 | 13.3 | 20.8 | 30.7 |
| 每股经营现金流 | 1.5 | 7.8 | 7.1 | 10.8 |
| 每股股利 | 0.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **估值分析** | | | | |
| PE | 131.9 | 99.8 | 42.1 | 31.5 |
| PB | 30.7 | 23.5 | 15.1 | 10.2 |
| EV/EBITDA | 87.1 | 59.8 | 22.9 | 15.6 |
| 股息收益率 | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

| 现金流量表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 5,415 | 7,570 | 17,951 | 23,955 |
| 折旧和摊销 | 786 | 181 | 178 | 174 |
| 营运资金变动 | (2,150) | 7,872 | (3,794) | (2,483) |
| **经营活动现金流** | 2,921 | 15,236 | 13,881 | 21,027 |
| 资本开支 | 1,498 | 199 | 578 | 709 |
| 投资 | 367 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | (1,099) | (199) | (578) | (709) |
| 股权募资 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | (1,646) | 0 | 0 | 0 |
| **现金净流量** | 177 | 15,037 | 13,303 | 20,318 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 分析师简介

**顾熹闽**，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

## 评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
| --- | --- | --- |
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5%以上 |
| **行业评级标准** | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上 |

**民生证券研究院：**

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。