新时代证券-研究所晨报（20201016）

● 公司研究

中国中免：Q3 离岛免税销售额增 2 倍，带动公司归母净利超 22 亿增 142%

中国中免 10 月 12 日晚间发布前三季度业绩快报公告，前三季度营收为 351.38 亿元，同比下降 2.81%；净利润为 31.64 亿元，同比下降 24.93%。第三季度公司实现营收 158.29 亿元，同比增长 38.97%；实现归属于上市公司股东的净利润 22.34 亿元，同比增长 141.90%。免税新政推动 Q3 离岛免税销售额达 86 亿，同比增长超 2 倍。线上直邮业务发展良好，抵消机场租金计提后仍有利润贡献。四季度为海南旅游旺季，且三亚机场店开业，全年业绩或正增长。

盈利预测、估值与评级：预计公司 2020-2022 年实现营收 600.3 亿元、102.08 亿元、1260.1 亿元，同比增长 25.1%、69.9%、23.5%；归母净利润分别为 52.15 亿元、102.03 亿元、132.01 亿元，同比增长 12.7%、95.7%、29.4%。对应 PE 分别为 80、41、32 倍。维持“强烈推荐”评级。

中公教育：Q3 净利达 15 亿增逾 2 倍超预期，全年高增长逻辑更稳固

10 月 13 日晚间，中公教育发布三季度业绩预告显示：预计前三季度公司归母净利润 12.87-13.7 亿元，同比增长 34.2%-42.6%；Q3 单季度归母净利润 15.2-16 亿元，同比增速 226.3%-243.5%，超出市场预期。Q2 考试延至 Q3 带来确认高峰，推动 Q3 净利增长表现超预期。Q4 是传统旺季，且 2021 年公考及考研人次增长无疑，全年业绩或劲增。政策红利+参培率提升，公司四大业务线均保持中长期成长性。

盈利预测、估值与评级：预计公司 2020-2022 年营收分别为 131.78 亿元、178.13 亿元、238.27 亿元，同比增长 43.6%、35.2%、33.8%；归母净利润分别为 25.3 亿元、34.97 亿元、45.1 亿元，同比增长 40.2%、38.2%、29%；对应 PE 分别为 80、58、45。维持“强烈推荐”评级。

● 行业研究

总量增长，结构优化，M2 与社融增速缺口收窄

高基数背景下 9 月人民币贷款依然高歌猛进，同比多增 2100 亿元。从贷款结构来看，中长期贷款占比较高，依然延续高增长。分部门来看，居民部门和企业中长期信贷表现亮眼。信贷、非标和政府债券直接融资推动社融增速创 2017 年底以来新高，四季度增速有望迎来拐点。信贷快速扩张，M2 与社融增速缺口收窄。

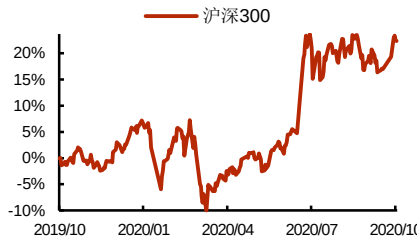
随着实体经济的复苏，市场对商业银行资产质量的担忧将得到缓解，风格切换的节奏也将进一步加快，未来商业银行利润进一步向下的空间被压缩，整体板块抵御风险的能力会进一步增强。

风险提示：美国大选生变。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
纺织服装	2.17%	休闲服务	-2.21%
家用电器	0.39%	农林牧渔	-2.15%
化工	0.21%	电子	-2.08%
电气设备	0.14%	计算机	-1.48%
银行	0.03%	房地产	-1.37%

相关报告

《Q3 离岛免税销售额增 2 倍，带动公司归母净利超 22 亿增 142%》2020-10-14

《Q3 净利达 15 亿增逾 2 倍超预期，全年高增长逻辑更稳固》2020-10-14

《总量增长，结构优化，M2 与社融增速缺口收窄》2020-10-15

内容目录

1、 公司研究 3
1.1、 中国中免：Q3 离岛免税销售额增 2 倍，带动公司归母净利超 22 亿增 142% 3
1.2、 中公教育：Q3 净利达 15 亿增逾 2 倍超预期，全年高增长逻辑更稳固 3
2、 行业研究 4
2.1、 央行前三季度金融数据点评：总量增长，结构优化，M2 与社融增速缺口收窄 4

1、 公司研究

1.1、 中国中免：Q3 离岛免税销售额增 2 倍，带动公司归母净利超 22 亿增 142%

事件：公司 Q3 净利超 22 亿增长 142%。中国中免 10 月 12 日晚间发布前三季度业绩快报公告，前三季度营收为 351.38 亿元，同比下降 2.81%；净利润为 31.64 亿元，同比下降 24.93%。第三季度公司实现营收 158.29 亿元，同比增长 38.97%；实现归属于上市公司股东的净利润 22.34 亿元，同比增长 141.90%。

免税新政推动 Q3 离岛免税销售额达 86 亿，同比增长超 2 倍。离岛免税新政自 7 月 1 日实施后，海南离岛免税销售规模呈现爆发式增长，7-9 月每个月的销售额增速都超过 2 倍。根据海关总署统计，7 月 1 日-9 月 30 日，海口海关共监管离岛免税购物金额 86.1 亿元，同比增长 227.5%。这也意味着，Q3 单季度的离岛免税销售额已经超过今年上半年的销售总和，足以证明离岛免税高速、爆发式增长趋势明显。我们预估，Q3 中免离岛免税业务收入为 103 亿元（含有税商品销售），其中三亚免税城 71 亿，同比增长 250%，占 70%；海免 32 亿，占 30%。

线上直邮业务发展良好，抵消机场租金计提后仍有利润贡献。Q3 公司继续发力日上直邮、CDF 会员购等线上渠道，大幅减轻机场免税店因出入境旅客锐减导致的销售困局。Q2 线上直邮业务收入超 50 亿元，我们预估 Q3 线上业务收入环比 Q2 基本持平。根据 Q3 公司 22 亿的归母净利可推算出，在全额计提机场保底租金后线上直邮业务仍有正的利润贡献。

四季度为海南旅游旺季，且三亚机场店开业，全年业绩或正增长。在避寒游的推动下，四季度为海南旅游旺季，且有国庆、双十一、双十二等大型销售活动，中免于 9 月底在三亚和海口市内店都增加了营业面积，且已引入 10 多家国际一线品牌店，离岛免税销售额将延续高增长态势。我们认为，公司全年营收和净利有望实现两位数正增长。

国内免税市场处于成长期，公司高增长逻辑稳固，维持“强烈推荐”评级。基于公司三季度业绩超预期，四季度有望延续，我们上调公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年实现营收 600.3 亿元、102.08 亿元、1260.1 亿元，同比增长 25.1%、69.9%、23.5%；归母净利润分别为 52.15 亿元、102.03 亿元、132.01 亿元，同比增长 12.7%、95.7%、29.4%。对应 PE 分别为 80、41、32 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情反弹风险、免税销售低于预期风险、公司经营风险。

1.2、 中公教育：Q3 净利达 15 亿增逾 2 倍超预期，全年高增长逻辑更稳固

事件：公司发布业绩预告，Q3 净利超 15 亿增长 220%以上。10 月 13 日晚间，中公教育发布三季度业绩预告显示：预计前三季度公司归母净利润 12.87-13.7 亿元，同比增长 34.2%-42.6%；Q3 单季度归母净利润 15.2-16 亿元，同比增速 226.3%-243.5%，超出市场预期。

Q2 考试延至 Q3 带来确认高峰，推动 Q3 净利增长表现超预期。公司 Q3 业绩迎来爆发式增长，主要原因是：1）因疫情影响，原本 4 月份举行的公务员省考基本都延期至 8 月份，导致公司收入确认顺延至三季度，从而出现三季度业绩高峰；

2）且在稳就业的政策背景下，今年各省公务员扩招数量同比增长超过 20%，促进公司培训人次高增长，贡献了 Q3 业绩增量。

Q4 是传统旺季，且 2021 年公考及考研人次增长无疑，全年业绩或劲增。展望 Q4 及全年，我们认为公司高增长逻辑更加稳固。具体而言，1）Q4 本身就是公司经营旺季、业绩最高峰，2019 年 Q4 净利占公司全年利润的 46.87%。随着各类考试已恢复正常，加上前三季度部分公考面试、教考、事考等延至 Q4 举行，我们认为公司 Q4 将继续保持收入和利润确认高峰；2）Q4 有国考和考研两大主要考试的时间将确定。2021 年考研时间已确定在 12 月 26-27 日，公务员国考时间根据过往经验预计定在 11 月下旬或者 12 月上旬，相关报名人次无疑将进一步上升，推动公司经营业绩继续较快增长。

政策红利+参培率提升，公司四大业务线均保持中长期成长性。公司的考试培训业务具有逆周期的特征，在经济下行、就业压力加大的背景下，国家密集出台稳就业政策，包括公务员、事业单位、国企等招录人数同比增长 20%以上；扩招硕士、专升本、第二学位 170 余万人。我们认为，考试招录行业未来 5-10 年仍将处于中高速发展期，公司中长期受益于政策红利和参培率提升，各业务线均有较高成长性。

业绩超预期，全年高增长逻辑强化，维持“强烈推荐”。基于公司三季度业绩超预期，Q4 继续保持业绩确认高峰，我们进一步上调公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年营收分别为 131.78 亿元、178.13 亿元、238.27 亿元，同比增长 43.6%、35.2%、33.8%；归母净利润分别为 25.3 亿元、34.97 亿元、45.1 亿元，同比增长 40.2%、38.2%、29%；对应 PE 分别为 80、58、45。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济波动、政策风险、市场竞争风险、经营管理风险。

2、 行业研究

2.1、 央行前三季度金融数据点评：总量增长，结构优化，M2 与社融增速缺口收窄

高基数背景下 9 月人民币贷款依然高歌猛进，同比多增 2100 亿元。9 月当月人民币贷款增加 1.9 万亿元，同比多增 2100 亿元，高于市场预期，贷款余额同比增长 13%，增速与上月末持平，比 2019 年同期高 0.5 个百分点。从贷款结构来看，中长期贷款占比较高，依然延续高增长。其中，9 月居民和企业中长期贷款总额为 17042 亿元，同比多增 6462 亿元，在总贷款中占比为 89.69%。分部门来看，居民部门和企业中长期信贷表现亮眼。9 月居民部门贷款增加 9607 亿元，同比多增 2057 亿元。其中，居民消费贷回暖推动部门短期贷款持续修复，短期贷款增加 3394 亿元，同比多增 687 亿元。企业端票据融资大幅下滑，中长期贷款延续高增速，有力支撑了固定资产投资继续回升，但是随着货币政策边际收敛，短端利率回升，票据融资大幅下降。企业票据融资已经连续四月出现负增长，显示监管部门对打击票据-结构性存款套利行为依然较为坚决，另一方面，也显示在央行货币政策出现边际收紧背景下，商业银行揽储压力加大，主动降低短贷和票据融资规模，票据融资将继续呈现回落态势。

信贷、非标和政府债券直接融资推动社融增速创 2017 年底以来新高，四季度增速有望迎来拐点。2020 年 9 月当月社会融资规模增量为 3.48 万亿元，比 2019 年同期多增 9630 亿元，继续高于市场预期，除信贷高于市场预期外，非标、政府债券增量、股权融资均表现亮眼。三季度末社会融资规模存量为 280.07 万亿元，同

比增长 13.5%，增速较 8 月末和 2019 年同期高 0.2 和 2.8 个百分点，增速继续创 2017 年底以来新高。

信贷快速扩张，M2 与社融增速缺口收窄。9 月 M2 在信贷快速扩张带动下，摆脱回落态势，增速快速回升。2020 年 9 月末，M2 余额 216.41 万亿元，同比增长 10.9%，增速比上月末回升 0.5 个百分点，比上年同期高 2.5 个百分点；同比增长 8.1%，增速分别比上月末和上年同期高 0.1 个和 4.7 个百分点；M2 增速与社融增速缺口收窄，显示信贷与社融保持同步复苏，实体经济需求正在逐渐恢复，市场需求持续向好。M0 同比增长 11.19.4%，增速较 8 月末回升 1.7 个百分点，前三季度净投放现金 5181 亿元。

投资建议：9 月社融增速在信贷、非标推动下继续快速增长，有助于实体经济的快速复苏。随着社融增速继续创出新高，下半年产出缺口由负转正，经济增速持续回升，预计三季度经济增速将回归常态，明年一季度经济增速创出近期新高，四季度货币政策将提高对宏观杠杆率抬升的容忍度，发挥结构性货币政策工具作用，加大对受疫情影响比较大的中小微企业中长期贷款力度，未来降息和降准的可能性进一步下降。前八个月金融系统为实体经济减负已超过 1 万亿元，其中通过降低企业贷款利率已减负约 5260 亿元；中小微企业延期还本付息和普惠小微信用贷款两项直达工具抓紧推进，约为实体经济减负 2000 亿元；银行业会继续通过减免服务费用、支持企业进行重组和债转股等方式为实体经济减负，从而实现全年减负 1.5 万亿的既定目标。随着实体经济的复苏，市场对商业银行资产质量的担忧将得到缓解，风格切换的节奏也将进一步加快，未来商业银行利润进一步向下的空间被压缩，整体板块抵御风险的能力会进一步增强，建议投资者优选区域优势较为明显的城商行赛道，重点关注并长期持有。

风险提示：资产质量大幅恶化；金融监管政策超预期；疫情超市场预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/