中國中免(601888.SH) HOLD 持有

2020 年 06 月 30 日

顧向君
H70420@capitalcom.tw

目標價(元) 158

公司基本資訊

產業別	休闲服务
A 股价(2020/6/29)	140.03
上证指数(2020/6/29)	2961.52
股價 12 個月高/低	140.03/66.5
總發行股數(百萬)	1952.48
A 股數(百萬)	1952.48
A 市值(億元)	2734.05
主要股東	中国旅游集团有限公司(53.30%)
每股淨值(元)	10.17
股價/賬面淨值	13.77

	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	47.4	104.3	61.7

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2020-04-23	85.92	持有
2019-11-01	90.35	買入
2019-09-02	95.48	買入
2019-07-04	88.18	買入
2019-04-29	77.30	買入

產品組合

商品貿易	97.92%
旅遊服務	1.25%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	1.7%
一般法人	73.7%

股價相對大盤走勢



重大事项点评：离岛免税购物额度提升，商品种类扩充至 45 种

結論與建議：

事件概述：

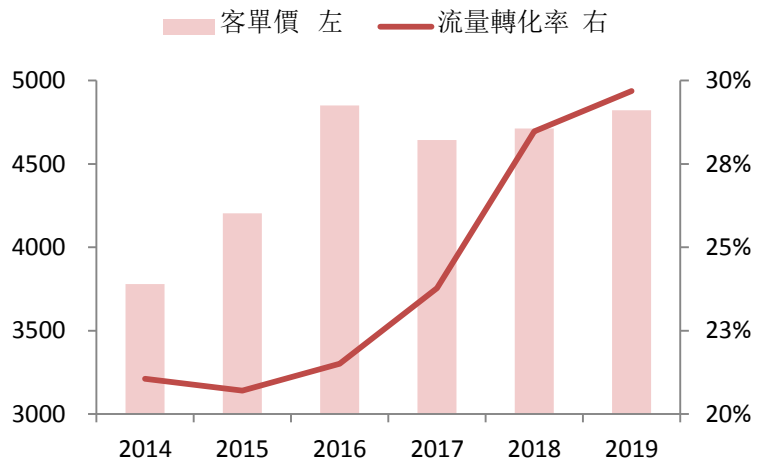
财政部、海关总署、税务总局联合发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，自 2020 年 7 月 1 日起实施。

- 海南离岛免税购物额度提升至 10 万元，新增 7 类商品品种。6 月 1 日时，党中央、国务院曾印发《海南自由贸易港建设总体方案》，提出 2025 年前放宽购物限额至 10 万元/人，并扩大免税商品种类，昨日的公告即落实本条方案。本次离岛免税额度调整为政策实施以来第四次，额度较 2018 年公布的 3 万元上调 233%，且取消单次 8000 元购物限额。本次调整将使离岛免税市场产生质变，以往来看，尽管额度由 5000 元逐渐上调至 3 万，但受单次消费额度限制，可购买的免税商品价格中枢并不高，对客单价形成制约（2016-2019 年客单价平均值为 4757 元），本次调整额度和商品品种扩充（增加电子产品等 7 类），意味着原 8000 额度以外需缴纳的行邮税取消，可选择的商品范围及价格上限扩大，另一方面，品类扩充亦扩大了目标客群范围，或将使客单价有明显提升。
- 疫情驱动下，离岛免税店流量转化率将提升。受境外疫情影响，出境受挫，作为海岛游标的，海南成为国内旅游热度相对较高的目的地，节假日游客复苏强劲，从免税销售来看，五月免税品销售额约 20 亿，同比增 148%。近年来，海棠湾免税店流量转化率不断提升（由 2014 年 21%的转化率提升至 30%），在疫情影响海外购物、消费回流的趋势下，今年海棠湾流量转化率有望进一步，叠加下半年购物额度翻 3 倍，并二季度完成对海免股权划转，离岛免税业绩可期。
- 综合优势显著不惧适度竞争。《公告》亦明确具有免税品经营资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营，根据近两年政策导向来、牌照发放和市场参与者来看，行业竞争有所增加，但一如我们以往所说，公司规模优势和采购优势显著，适度开放竞争将提升市场活力，但难改公司龙头地位。此外，当下仍有市内免税店政策落地预期，未来公司免税业务布局将更为完善。
- 上调盈利预测，预计 2020-2021 年将分别实现净利润 25.4 亿和 54 亿，分别同比下降 45%增长 113%，EPS 分别为 1.30 元和 2.77 元，当前股价对应 2021 年 PE 为 51 倍，考虑到短期疫情影响下，机场免税店仍承压，维持“持有”投资建议。
- 风险提示：境内疫情反复、离岛免税销售不及预期、境外疫情持续发酵机场免税店无法开业、机场扣点率高导致销售费用刚性

.....接續下頁.....

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020F	2021F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	2531	3095	4629	2538	5401
同比增減	%	39.96	22.29	49.58	-45.17	112.82
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.30	1.59	2.37	1.30	2.77
同比增減	%	-29.94	22.28	49.58	-45.17	112.82
市盈率(P/E)	X	108.01	88.33	59.05	107.71	50.61
股利 (DPS)	RMB 元	0.52	0.55	0.72	0.52	1.11
股息率 (Yield)	%	0.37	0.39	0.51	0.37	0.79

图 1：海棠湾免税店客单价及流量转化率 单位：元/人，%



資料來源：公司公告，群益金鼎證券

表 1：历年海南离岛免税政策调整

2011 年 3 月 24 日	中国财政部发布《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，2011 年 4 月 20 日起，海南试点执行，成为继日本冲绳岛、韩国济州岛和马祖、金门之后，第四个实施该政策的区域。
2012 年 11 月 1 日	每人每年累计境内外免税购物限额由原来的 5000 元调整至 8000 元，并增加美容、保健器材等 3 类免税商品品种等。
2015 年 3 月 20 日	新增 17 大类免税品品种，由此离岛免税购物品种增加到 38 种，香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等 10 种类别热销商品单次限购数量也分别放宽
2016 年 2 月 1 日	每人每年累计境内外免税购物限额由原来的 8000 元调整至 16000 元
2017 年 1 月 15 日	年满 16 周岁的铁路离岛旅客凭个人离岛车票及有效身份证件，可在三亚国际免税城或实体免税店的网上销售视窗购买免税商品。离岛时凭本人火车票、购物凭证、身份证件等在海口火车站提货点提取所购免税商品并携带离岛。
2018 年 11 月 28 日	离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到 30000 元，不限次，增加部分家用医疗器械商品，在离岛免税商品清单中增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支援设备（非生命支援），每人每次限购 2 件。
2018 年 12 月 28 日	年满 16 周岁的乘轮船离岛旅客凭个人离岛船票及有效身份证件，可在海南离岛旅客免税购物商店及其网上销售视窗购买免税商品。离岛时凭本人船票、购物凭证、身份证件等在海口秀英港、新海港提货点（海口南港码头在条件成熟后再设立提货点）提取所购免税商品并携带离岛。
2020 年 7 月 1 日	离岛免税限额提升至 10 万元，免税商品种类由 38 种上升至 45 种（新增电子消费产品等 7 类），取消单件 8000 元的免税限额规定，鼓励有资质的企业适度竞争

资料来源：群益金鼎證券整理

附一：合幷損益表

百萬元	2017	2018	2019	2020F	2021F
營業收入	28282	47007	47966	38623	62205
經營成本	19848	27518	24273	19775	30791
營業稅金及附加	341	659	772	594	1001
銷售費用	3529	11601	14904	13788	20242
管理費用	1082	1601	1549	1545	2489
財務費用	-143	-7	11	-14	-22
資產減值損失	-4	298		0	0
投資收益	202	51	965	52	56
營業利潤	3853	5426	7109	2941	7803
營業外收入	39	25	66	17	23
營業外支出	59	116	14	14	4
利潤總額	3834	5336	7160	2944	7821
所得稅	900	1401	1746	536	1955
少數股東損益	404	840	786	-129	465
歸屬于母公司所有者的淨利潤	2531	3095	4629	2538	5401

附二：合幷資產負債表

百萬元	2017	2018	2019	2020F	2021F
貨幣資金	11484	11289	11906	11327	12260
應收賬款	946	979	800	840	882
存貨	3218	5943	8060	9672	11606
流動資產合計	17092	19578	22246	21838	24748
長期股權投資	303	284	255	260	265
固定資產	1426	1932	1632	1713	1799
在建工程	314	833	399	279	251
非流動資產合計	3840	7269	8442	8864	9307
資產總計	20932	26847	30687	30702	34055
流動負債合計	5754	7793	7961	8758	9020
非流動負債合計	167	470	415	532	381
負債合計	5921	8263	8377	9290	9401
少數股東權益	978	2349	2421	2469	2593
股東權益合計	14033	16235	19890	21412	24653
負債及股東權益合計	20932	26847	30687	30702	34055

附三：合幷現金流量表

百萬元	2017	2018	2019	2020F	2021F
經營活動產生的現金流量淨額	3017	2722	2926	772	3421
投資活動產生的現金流量淨額	1454	-1906	-1099	(386)	(622)
籌資活動產生的現金流量淨額	-1896	-1149	-1646	(966)	(1866)
現金及現金等價物淨增加額	2523	-247	267	(579)	933

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證益券(香港)有限公司提供的投資服務.不是.個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司.不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證i@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證i@。此份報告.不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。