

中国中免 (601888.SH)

拟投资建设三亚免税城 2 号地项目，有望引进高端奢侈品牌

核心观点：

- **拟投资 36.9 亿元建设三亚国际免税城 2 号地项目。**2021 年 3 月 18 日公司公告拟投资 36.9 亿元建设三亚国际免税城一期 2 号地项目，打造集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目。**项目选址：**毗邻三亚国际免税城，东至海棠湾海岸线；**项目规模，**用地面积为 10.88 万平方米；**项目定位：**免税商业部分将扩建免税营业面积，引进高端奢侈品牌；酒店部分定位地标型国际高端品牌酒店。**开发期限：**免税商业部分计划建设周期为 21 个月。**投资方面，**预计项目总投资额为 36.9 亿元，自筹资金，公司测算项目投资内部收益率预计约为 10.8%。
- **三亚免税城落成以来效益良好，海口免税城和三亚 2 号地项目有望增添长期成长动能。**根据公司投资公告，三亚国际免税城项目落成以来取得良好投资回报，20 年营收和净利润分别为 213.53 和 29.67 亿元，同比分别增长 104% 和 109%（未经审计）。2 号地项目建成后或将有效弥补现有三亚国际免税城营业面积的不足，提升与顶级品牌合作深度，延伸升级产业链，巩固提高公司在物业和采购端的核心竞争力。
- **2 号地项目有望引入高端精品，强化公司长期发展潜力。**海口网报道，海口国际免税城预计将于 22 年 6 月开业，叠加此次三亚 2 号地项目，将进一步强化海南核心物业优势、巩固采购端壁垒。后疫情时代，中国免税产业呈现出海南离岛免税快速发展的新局面，渠道格局变化驱动运营商环节盈利性提升。未来核心渠道海南离岛免税业务将长期驱动公司规模成长、盈利稳健。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 3.13/5.69/7.79 元/股，中国免税行业处于战略发展新起点，海南离岛免税和市内免税有望打开新空间，考虑公司掌握海南核心物业选址、一线国际枢纽机场标段，且专业运营能力突出、国际龙头地位稳固，维持我们对合理价值 341.5 元/股的判断，维持“买入”评级。
- **风险提示。**投资风险、竞争加剧、宏观经济下行、疫情反复、汇率波动。

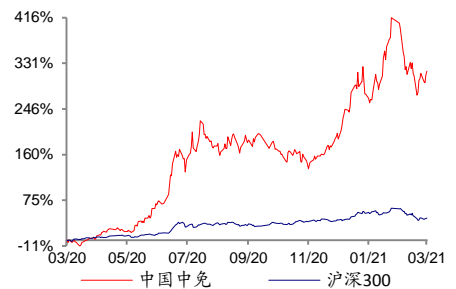
盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	47,007	47,966	52,618	77,909	104,215
增长率（%）	66.2	2.0	9.7	48.1	33.8
EBITDA（百万元）	5,999	6,876	9,417	16,274	22,941
归母净利润（百万元）	3,095	4,629	6,117	11,114	15,215
增长率（%）	22.3	49.6	32.1	81.7	36.9
EPS（元/股）	1.59	2.37	3.13	5.69	7.79
市盈率（P/E）	37.98	37.52	99.81	54.93	40.13
ROE（%）	19.1	23.3	24.6	31.9	31.2
EV/EBITDA	17.76	23.56	63.58	36.63	25.86

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	312.70 元
合理价值	341.5 元
前次评级	买入
报告日期	2021-03-19

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：

张雨露



SAC 执证号：S0260518110003

SFC CE No. BNU523



021-38003692



zhangyulu@gf.com.cn

相关研究：

- 中国中免 (601888.SH):海南 2021-02-03
免税购物增加提货方式，有望提升购物体验 and 转化率
- 中国中免 (601888.SH):20Q4 2021-01-31
盈利同比大幅增长，免税龙头受益渠道结构变化

一、拟投资 36.9 亿元建设三亚国际免税城 2 号地项目

2021年3月18日，公司公告全资孙公司海南投资公司拟投资36.9亿元建设三亚国际免税城一期2号地项目。三亚免税城2号地项目将打造集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目，通过与三亚国际免税城、三亚海棠湾河心岛项目有机结合，业态互补，打造三亚海棠湾一站式高端旅游消费目的地。

(1) 项目选址方面，三亚免税城2号地项目拟坐落于海南省三亚市东北部，位于海棠湾一线海景区域内，距离三亚市区28公里，东至海棠湾海岸线、西至三亚国际免税城、南至威斯汀酒店、北至洲际酒店，地理位置稀缺。

(2) 项目规模方面，三亚免税城2号地项目拟用地面积为10.88万平方米，总建筑面积约为17.25万平方米，其中地上建筑面积约为10.7万平方米，地下建筑面积约为6.55万平米。

(3) 项目定位方面，项目集免税商业与高端酒店为一体，其中免税商业部分将依托三亚国际免税城核心优势，扩建免税营业面积，引进高端奢侈品牌，丰富品类，实现三亚国际免税城整体升级。酒店部分定位地标型、国际高端知名品牌酒店。

(4) 项目开发期限方面，免税商业部分计划建设周期为21个月。酒店部分计划建设周期为48个月。

(5) 项目投资方面，项目总投资额为36.9亿元，来源为自筹资金。其中项目开发成本约为35.75亿元，期间费用约为1.15亿元。开发成本主要包括土地成本、基础设施建设费用、建筑安装工程费等。根据公司测算，本项目投资内部收益率约为10.8%，财务净现值2.8亿元，静态回收期15.0年，动态回收期15.7年。

二、对比三亚免税城落成以来效益良好，海口免税城和三亚 2 号地项目有望增添长期成长动能

根据公司21年3月18日对外投资三亚2号地项目公告，2011年10月公司全资孙公司竞得三亚市海棠湾40号开发单元A804地块土地使用权，其中一期1号地项目为现在的三亚国际免税城，该项目于2014年9月营业，2018至2020年三亚国际免税城分别实现营业收入80.1、104.65、213.53亿元，实现净利润11.06、14.21、29.67亿元（2020年度数据未经审计），三亚国际免税城项目落成以来取得了较为良好的投资回报。

一期2号地项目为本项目，拟将其建设成为集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体，建成后或将有效弥补现有三亚国际免税城营业面积的不足，提升与国际知名品牌商的合作广度和深度，进一步提高公司免税业务的核心竞争力。三亚海棠湾

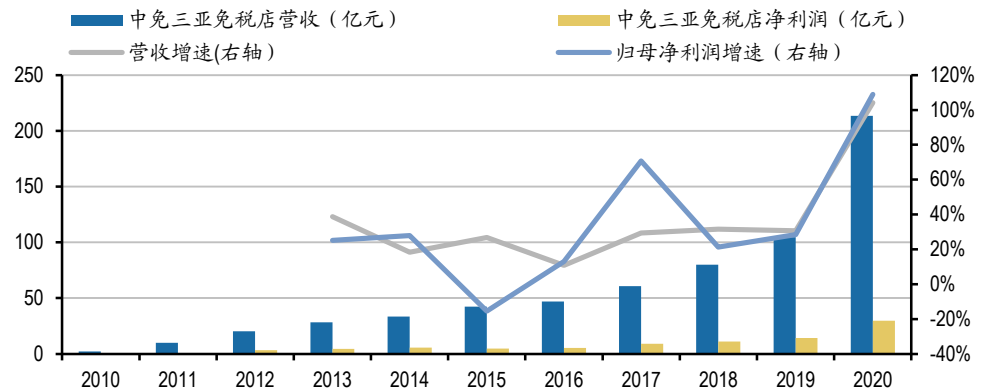
一站式高端旅游消费目的地的建设或有利于提升公司免税主业价值链，延伸升级产业链，提升公司的整体竞争力和可持续发展能力，助力公司向世界一流的全球化免税运营商的战略愿景不断迈进。

表1：三亚国际免税城2号地项目、海口免税城项目和三亚海棠湾项目开发计划预案对比梳理

	三亚海棠湾国际购物中心(规划预期)	海口市国际免税城项目	三亚国际免税城2号地项目
总投资金额	39.49 亿元	128.6 亿元	36.9 亿元
其中：土地成交价	9.2 亿元	15.6 亿元	35.75 亿元
其中：开发建设投资	20.38 亿元，占总投资的 51%	110.8 亿元，占总投资的 86.2%	
其中：初始运营投资	14.91 亿元，占总投资的 38%	期间费用 17.8 亿元，占总投资的 13.8%	期间费用约为 1.15 亿元
商业业态	免税购物综合体	中国特色港口免税综合体	集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目
盈利模式	免税商品销售；物业租金收入	持有运营免税商业、酒店公寓的物业租金收入及后期物业出售收入；出售写字楼、住宅、商业物业收入	免税商业、高端酒店
项目建设期	约两年，于 2012 年 5 月开始建设施工，2014 年 9 月 1 号开业运营	分两期：一期建设期 36 个月（或于 2022 年开业），二期建设期 42 个月	免税商业部分计划建设周期为 21 个月；酒店部分计划建设周期为 48 个月。
项目总占地面积	8.4 万平方米	32.4 万平方米	10.88 万平方米
项目总建筑面积	12.0 万平方米	69.3 万平方米	17.25 万平方米
项目面积用途	地上建筑面积 7.2 万平方米，主要用于免税商品的销售；地下建筑面积 4.8 万平方米，主要用于物业管理用房及地下停车	其中商业面积为 47.5 万平方米，商务办公面积为 7.8 万平方米，住宅面积为 8.0 万平方米，酒店为 6.0 万平方米	地上建筑面积约为 10.7 万平方米，地下建筑面积约为 6.55 万平米
资金来源	13.91 亿元拟使用前次募集资金和公司自有资金投入，其余 25.58 亿元通过非公开发行募集	自筹资金	自筹资金
预期内部收益率	14.19%	14.40%	10.8%
预期投资回收期	8.16 年	18.3 年	15.7 年

数据来源：2021年3月18日公司关于全资孙公司对外投资的公告、2019年7月17日公司海口市国际免税城项目可行性研究报告公告、2012年公司非公开发行股票预案、广发证券发展研究中心

图1：1号地项目三亚国际免税城2014年9月落成以来取得良好的投资回报



数据来源：2021年3月18日公司关于全资孙公司对外投资的公告、公司历年年报、广发证券发展研究中心

注：2020年度数据未经审计，来自2021年3月18日公司关于全资孙公司对外投资的公告

三、2号地项目有望引入高端精品，强化公司长期发展潜力

根据海口网报道，海口国际免税城项目的免税商业中心已经实现封顶，预计将于2022年6月开业。根据海南省委自由贸易港工作委员会报道，海口免税城项目地上建筑面积约16万平方米，建成后营业面积是三亚免税城的2倍，将成为亚洲最大的免税商城。此外，此次拟投资的三亚国际免税城2号地项目免税商业部分计划建设周期为21个月，有望进一步强化中免在海南核心物业优势，深化与顶级奢侈品集团的全面合作，巩固公司在免税品采购端壁垒。后疫情时代，中国免税产业呈现出海南离岛免税快速发展的新局面，渠道格局变化驱动运营商环节盈利性提升。未来核心渠道海南离岛免税业务将长期驱动公司规模成长、盈利稳健。我们预计公司20-22年EPS分别为3.13/5.69/7.79元/股，中国免税行业处于战略发展新起点，海南离岛免税和市内免税有望打开新空间，考虑公司掌握海南核心物业选址、一线国际枢纽机场标段，且专业运营能力突出、国际龙头地位稳固，维持我们对合理价值341.5元/股的判断，维持“买入”评级。

四、风险提示

项目投资风险、行业竞争加剧、疫情等事件性因素影响居民出行、宏观经济影响消费需求、免税产业政策变化、机场免税盈利下降、汇率波动。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	19,578	22,246	29,837	38,181	49,012	经营活动现金流	2,722	2,926	4,075	11,879	15,665
货币资金	11,289	11,906	12,144	14,573	17,487	净利润	3,935	5,415	7,544	12,080	16,906
应收及预付	1,672	1,181	1,626	2,402	3,213	折旧摊销	371	408	379	555	948
存货	5,943	8,060	14,156	19,532	26,133	营运资金变动	-1,775	-2,150	-2,853	-375	-1,649
其他流动资产	674	1,099	1,910	1,674	2,179	其它	191	-747	-995	-382	-541
非流动资产	7,269	8,442	11,277	18,922	29,574	投资活动现金流	-1,906	-1,099	-2,477	-8,135	-11,508
长期股权投资	284	255	255	255	255	资本支出	-1,579	-1,498	-2,223	-8,135	-11,508
固定资产	1,932	1,632	3,252	4,897	10,549	投资变动	-367	367	0	0	0
在建工程	833	399	599	6,599	11,599	其他	40	32	-254	0	0
无形资产	1,202	2,504	2,504	2,504	2,504	筹资活动现金流	-1,149	-1,646	-1,360	-1,315	-1,243
其他长期资产	3,018	3,652	4,667	4,667	4,667	银行借款	179	3	134	-152	32
资产总计	26,847	30,687	41,114	57,103	78,586	股权融资	106	18	0	0	0
流动负债	7,766	7,961	12,340	17,398	23,238	其他	-1,434	-1,667	-1,494	-1,163	-1,275
短期借款	289	224	358	205	238	现金净增加额	-332	181	238	2,429	2,915
应付及预收	3,547	3,642	4,424	6,511	8,711	期初现金余额	11,382	11,135	11,906	12,144	14,573
其他流动负债	3,930	4,095	7,559	10,682	14,290	期末现金余额	11,135	11,402	12,144	14,573	17,487
非流动负债	497	415	89	89	89						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	497	415	89	89	89						
负债合计	8,263	8,377	12,429	17,487	23,328						
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952						
资本公积	3,844	3,852	3,852	3,852	3,852						
留存收益	10,414	13,961	19,033	28,998	42,949						
归属母公司股东权益	16,235	19,890	24,837	34,802	48,754						
少数股东权益	2,349	2,421	3,848	4,814	6,505						
负债和股东权益	26,847	30,687	41,114	57,103	78,586						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	47,007	47,966	52,618	77,909	104,215
营业成本	27,518	24,273	32,294	47,528	63,590
营业税金及附加	659	772	1,052	1,558	2,084
销售费用	11,601	14,904	8,604	11,156	13,942
管理费用	1,601	1,549	1,629	1,948	2,606
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-7	11	-238	7	3
资产减值损失	-298	378	-255	-331	-459
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	51	965	-17	0	0
营业利润	5,426	7,109	9,694	16,042	22,449
营业外收支	-90	52	-23	65	92
利润总额	5,336	7,160	9,671	16,107	22,541
所得税	1,401	1,746	2,128	4,027	5,635
净利润	3,935	5,415	7,544	12,080	16,906
少数股东损益	840	786	1,427	966	1,691
归属母公司净利润	3,095	4,629	6,117	11,114	15,215
EBITDA	5,999	6,876	9,417	16,274	22,941
EPS (元)	1.59	2.37	3.13	5.69	7.79

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	66.2%	2.0%	9.7%	48.1%	33.8%
营业利润增长	40.8%	31.0%	36.4%	65.5%	39.9%
归母净利润增长	22.3%	49.6%	32.1%	81.7%	36.9%
获利能力					
毛利率	41.5%	49.4%	38.6%	39.0%	39.0%
净利率	8.4%	11.3%	14.3%	15.5%	16.2%
ROE	19.1%	23.3%	24.6%	31.9%	31.2%
ROIC	54.7%	46.0%	41.7%	46.7%	43.4%
偿债能力					
资产负债率	30.8%	27.3%	30.2%	30.6%	29.7%
净负债比率	1.1%	0.7%	0.9%	0.4%	0.3%
流动比率	2.52	2.79	2.42	2.19	2.11
速动比率	1.67	1.73	1.22	1.02	0.93
营运能力					
总资产周转率	1.97	1.67	1.47	1.59	1.54
应收账款周转率	48.77	53.93	53.68	53.68	53.68
存货周转率	6.01	3.47	2.28	2.43	2.43
每股指标 (元)					
每股收益	1.59	2.37	3.13	5.69	7.79
每股经营现金流	1.39	1.50	2.09	6.08	8.02
每股净资产	8.32	10.19	12.72	17.82	24.97
估值比率					
P/E	37.98	37.52	99.81	54.93	40.13
P/B	7.24	8.73	24.58	17.54	12.52
EV/EBITDA	17.76	23.56	63.58	36.63	25.86

广发社会服务行业研究小组

- 沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
- 安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。
- 张 雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。
- 宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。
- 高 鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。