

公司研究/中报点评

2019年09月02日

社会服务/旅游综合 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 95.48  
合理价格区间(元): 104.00~109.20

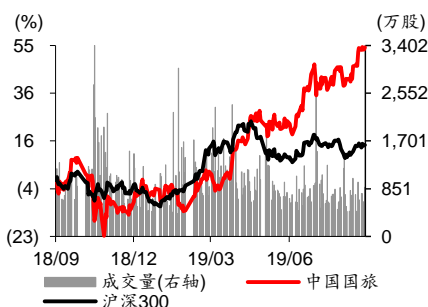
**梅昕** 执业证书编号: S0570516080001  
研究员 021-28972080  
meixin@htsc.com

**孙丹阳** 执业证书编号: S0570519010001  
研究员 021-28972038  
sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1《中国国旅(601888,买入): Q2 利润增长略超预期》2019.08
- 2《中国国旅(601888,买入): 海口免税城方案如期推出》2019.07
- 3《中国国旅(601888,买入): 量化测算长短期空间, 市内免税前景可期》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 公司免税收入维持高增长

### 中国国旅(601888)

#### 免税高增长, 管理层调整, 龙头地位进一步提升

公司半年报业绩符合预期: 19H1 实现收入 243.44 亿/+15.46%, 归母净利润 32.79 亿/+70.87%, 扣非归母净利润 25.00 亿/+30.86%。公告董事会选举现任总经理出任董事长, 拟聘任中免公司总经理为上市公司总经理。公司免税收入保持靓丽增长, 毛利率平稳; 年初至今北京、上海等市内店陆续开业, 对国人放开预期升温; 下半年预计三亚二期新开将带动海棠湾销售额增长。我国免税处于发展红利期, 国人中高端香化需求强劲, 免税渠道大幅受益。中免龙头地位强悍, 剥离旅行社、管理层调整进一步聚焦免税业务, 预计 19-21 年 EPS2.6/2.65/3.33 元, 目标价 104-109.2 元, 维持买入。

#### 免税收入整体增长靓丽, 毛利率保持平稳

19H1 中免收入 237.38 亿/+53.38%, 净利润 25.36 亿/+36%。免税毛利率 52%较去年同期保持平稳, 规模优势提升, 非香化品类占比提升拖累。分渠道: 1) 日上上海收入 73.77 亿, 归母净利润 3.21 亿/+49%, 剔除并表差异收入同比+30%; 2) 海棠湾收入 53.29 亿/+29%, 净利润 8.33 亿/+5.63%, 预计批发结算价格和租金费用提升拖累; 3) 首都机场免税收入 43.65 亿元/+26%(剔除内部交易), T3 收入 37.66 亿/+13%, 归母净利润 9517 万/+72%; 4) 香港机场免税收入 12.96 亿/+36%; 5) 广州白云机受益店面 18Q2 陆续开业, 免税收入 8.44 亿/+193%。

#### 免税版图持续扩张, 综合运营实力不断提升

19 年 1 月公司托管的海口、博鳌店开业, 已由中免统一供货, 离岛免税市场地位持续巩固; 3 月中标大兴机场 10 年免税经营权, 5 月北京/青岛/厦门/大连市内免税店开业, 8 月上海店、香港店开业, 后续国人购买政策预期持续升温, 政策若有进展有助打开长期空间。同时中免积极开展与日上采购体系整合, 降低采购成本; 已完成广州/西安店自营平台上线及杭州机场店飞猪平台上线, 运营实力不断巩固提升。海口免税城 1 期已完成施工准备工作; 核心岛项目已完成 75 个铺位/55 个品牌/190000 余平方米招商工作, 年底有望开业, 与海棠湾客流协同可期。

#### 免税龙头优势地位不断巩固, 维持买入评级

18 年我国免税市场规模 395 亿, 相较全球 4616 亿/韩国 1104 亿有较大提升潜力, 香化为主要品类。国际化妆品公司半年报显示国人对中高端香化需求强劲, 为免税增长的重要驱动。北京/上海市内店分别于 5 月/8 月开业, 若对国人开放有望打开新空间。预计 19-21 年 EPS2.6/2.65/3.33 元, 公司近 5 年历史平均 PE37 倍, 中免综合实力突出, 后续在进境免税店招标中优势彰显, 龙头地位有望持续巩固。旅行社出表后, 高管相应调整, 有利于公司资源进一步聚焦于免税, 盈利能力有望提升, 给予 19 年 40-42 倍 PE, 目标价 104-109.2 元, 维持买入。

风险提示: 政策推进不及预期; 业务整合进展不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,952
流通 A 股 (百万股)	1,952
52 周内股价区间 (元)	48.12-95.57
总市值 (百万元)	186,422
总资产 (百万元)	27,691
每股净资产 (元)	9.46

资料来源: 公司公告

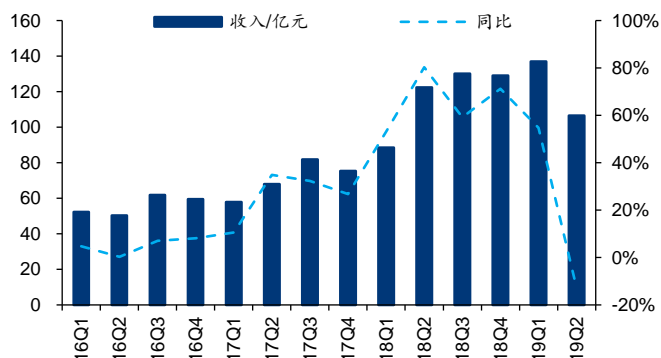
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	28,282	47,007	47,334	56,749	74,730
+/-%	26.32	66.21	0.70	19.89	31.68
归属母公司净利润 (百万元)	2,531	3,095	5,084	5,171	6,510
+/-%	39.96	22.29	64.28	1.72	25.88
EPS (元, 最新摊薄)	1.30	1.59	2.60	2.65	3.33
PE (倍)	73.66	60.24	33.86	33.29	26.45

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

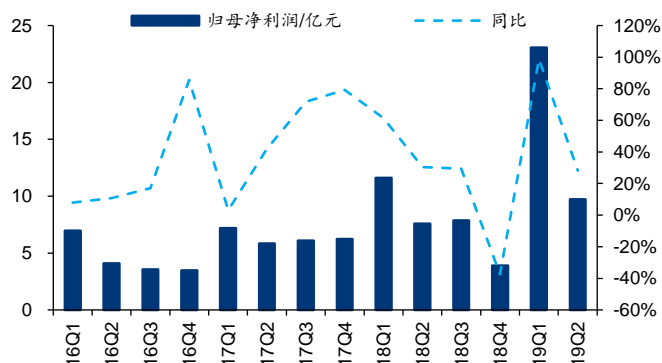
## 日上上海表现靓丽，三亚市场利润承压

图表1：公司季度收入及同比增速



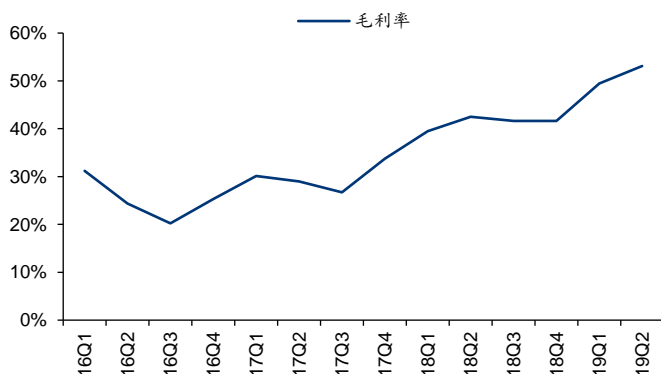
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：公司季度归母净利润及同比增速



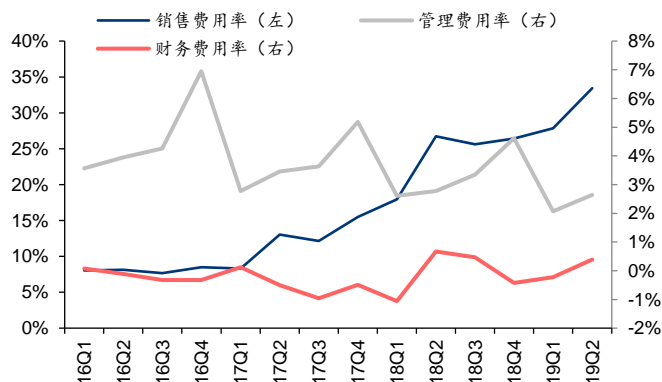
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：公司季度毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：公司季度期间费用率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

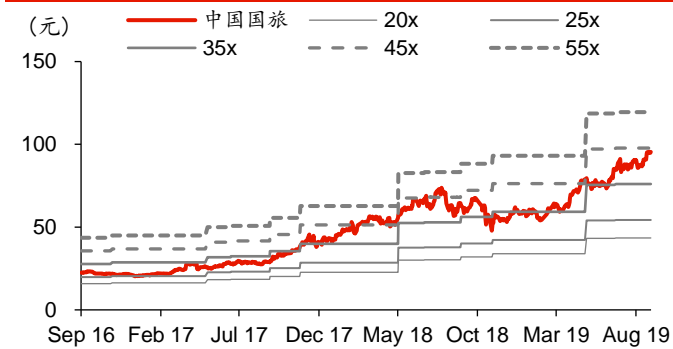
**图表5：主要控股参股公司 19H1 收入及利润**

控股参股公司	与公司关系	主要业务	收入/万元	yoy	营业利润/万元	yoy	归母净利润/万元	yoy
中免公司	全资子公司	免税品销售	2,373,832.60	53.38%	400,608.72	35.88%	253,551.38	36.29%
国旅投资公司	全资子公司	项目投资	18,169.53	-6.63%	8,011.48	381.08%	2,954.81	-747.77%
三亚市内免税店	全资孙公司	免税品销售	532,901.85	28.72%	104,921.23	-0.64%	83,250.08	5.63%
日上上海	控股孙公司	免税品销售	773,373.02	97.29%	86,340.72	54.28%	32,060.59	49.44%
日上中国	控股孙公司	免税品销售	376,633.66	13.78%	24,469.77	71.56%	9,516.71	72.02%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

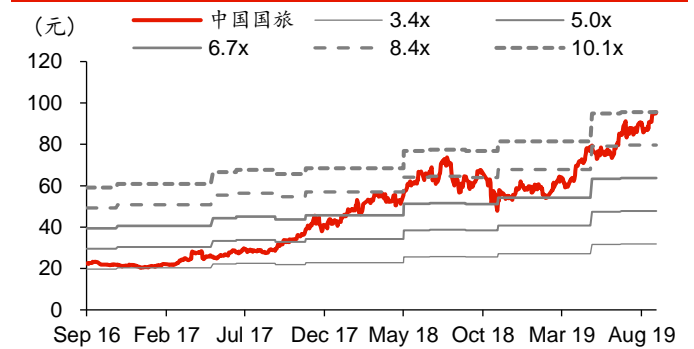
**PE/PB - Bands**

**图表6：中国国旅历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表7：中国国旅历史 PB-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	17,092	19,578	23,748	29,481	37,531
现金	11,484	11,289	17,794	22,453	28,405
应收账款	946.48	978.57	2,086	2,505	3,297
其他应收账款	697.57	606.91	663.43	793.82	1,045
预付账款	707.20	693.36	816.18	942.97	1,210
存货	3,218	5,943	2,311	2,718	3,494
其他流动资产	38.84	66.94	77.88	69.17	80.51
非流动资产	3,840	7,269	6,491	6,582	6,614
长期投资	302.83	284.33	298.55	313.48	329.15
固定投资	1,426	1,932	2,403	2,635	2,744
无形资产	1,092	1,202	1,178	1,152	1,125
其他非流动资产	1,020	3,851	2,611	2,481	2,416
资产总计	20,932	26,847	30,239	36,063	44,145
流动负债	5,754	7,793	5,281	5,875	7,444
短期借款	102.07	289.05	174.91	188.68	217.55
应付账款	2,264	2,859	2,143	2,399	3,175
其他流动负债	3,387	4,645	2,963	3,287	4,052
非流动负债	167.37	469.77	281.11	323.20	341.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	167.37	469.77	281.11	323.20	341.76
负债合计	5,921	8,263	5,562	6,198	7,786
少数股东权益	978.17	2,349	3,358	4,568	6,020
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
资本公积	3,842	3,844	3,844	3,844	3,844
留存公积	8,335	10,414	15,523	19,501	24,543
归属母公司股东权益	14,033	16,235	21,319	25,297	30,339
负债和股东权益	20,932	26,847	30,239	36,063	44,145

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	3,017	2,722	5,427	6,236	7,779
净利润	2,935	3,935	6,093	6,381	7,962
折旧摊销	257.50	370.99	275.42	323.02	356.80
财务费用	(142.87)	(6.98)	(6.80)	(18.18)	(11.56)
投资损失	(201.80)	(50.63)	(919.76)	(50.00)	(52.50)
营运资金变动	177.34	(1,775)	202.23	(440.66)	(551.87)
其他经营现金	(7.59)	248.67	(216.34)	39.99	76.52
投资活动现金	1,454	(1,906)	1,228	(415.92)	(400.45)
资本支出	293.91	1,582	330.00	346.50	363.83
长期投资	(467.11)	(8.52)	104.02	38.06	6.27
其他投资现金	1,281	(332.76)	1,662	(31.37)	(30.35)
筹资活动现金	(1,896)	(1,149)	(150.79)	(1,161)	(1,427)
短期借款	(31.55)	186.98	(114.14)	13.76	28.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	976.24	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(975.59)	1.60	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,865)	(1,337)	(36.65)	(1,174)	(1,456)
现金净增加额	2,523	(246.64)	6,504	4,659	5,952

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,282	47,007	47,334	56,749	74,730
营业成本	19,848	27,518	21,823	25,322	32,437
营业税金及附加	340.86	659.36	804.68	964.74	1,270
营业费用	3,529	11,601	15,857	19,893	27,650
管理费用	1,082	1,601	1,515	1,969	2,645
财务费用	(142.87)	(6.98)	(6.80)	(18.18)	(11.56)
资产减值损失	(3.82)	298.31	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	201.80	50.63	919.76	50.00	52.50
营业利润	3,853	5,426	8,211	8,618	10,741
营业外收入	39.25	25.35	30.13	30.05	29.29
营业外支出	58.53	115.60	127.16	139.88	153.86
利润总额	3,834	5,336	8,114	8,509	10,616
所得税	899.65	1,401	2,022	2,127	2,654
净利润	2,935	3,935	6,093	6,381	7,962
少数股东损益	403.79	840.41	1,008	1,210	1,452
归属母公司净利润	2,531	3,095	5,084	5,171	6,510
EBITDA	3,968	5,790	8,480	8,923	11,086
EPS (元, 基本)	1.30	1.59	2.60	2.65	3.33

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	26.32	66.21	0.70	19.89	31.68
营业利润	45.45	40.81	51.33	4.96	24.62
归属母公司净利润	39.96	22.29	64.28	1.72	25.88
获利能力 (%)					
毛利率	29.82	41.46	53.90	55.38	56.59
净利率	8.95	6.58	10.74	9.11	8.71
ROE	18.03	19.06	23.85	20.44	21.46
ROIC	79.20	65.36	115.11	111.68	128.67
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.29	30.78	18.39	17.19	17.64
净负债比率 (%)	1.72	3.50	3.14	3.04	2.79
流动比率	2.97	2.51	4.50	5.02	5.04
速动比率	2.40	1.72	4.05	4.54	4.56
营运能力					
总资产周转率	1.48	1.97	1.66	1.71	1.86
应收账款周转率	28.90	45.74	29.39	23.82	24.81
应付账款周转率	11.09	10.74	8.72	11.15	11.64
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.30	1.59	2.60	2.65	3.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.55	1.39	2.78	3.19	3.98
每股净资产(最新摊薄)	7.19	8.32	10.92	12.96	15.54
估值比率					
PE (倍)	73.66	60.24	33.86	33.29	26.45
PB (倍)	13.28	11.48	8.08	6.81	5.67
EV_EBITDA (倍)	44.35	30.40	19.07	18.13	14.59

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com