

中国国旅 (601888)

2017年5月1日

高增长+高送转超预期，看好未来毛利率改善带来业绩提升 买入（维持）

证券分析师 张艺

执业资格证书号码: S0600512070006

010-66211134

yjs_zhangy @dwzq.com.cn

投资要点

- **2016年业绩增长20%，10转10派10元高送转，超市场预期。**2016年，公司营业总收入223.90亿元，同比增长5.16%，归属净利润18.08亿元，同比增长20.07%。收入略低于业绩预告233.82亿元，归属净利润高于业绩预告17.42亿元。**拟每10股派发现金红利人民币10元（含税），每10股转增10股。**
- 2016年，旅游服务营业收入126.55亿元(+2.64%)，毛利率为8.92%(-0.73pct)，国旅总社实现归属净利润6000.95万元(+21.27%)。商业销售收入93.79亿元(+8.81%)，毛利率45.02%(+1.25pct)。其中，中免实现归属净利润17.30亿元(+18.11%)。其中，免税收入87.80亿元(+8.97%)，毛利率为46.59%(+1.41pct)。有税收入5.98亿元(+6.53%)，毛利率21.95%(-1.58pct)。
- **旅游零售业务稳中有升，通过对现有业务的持续改造和精细化管理，引入国际化人才，为未来持续发展奠定基础。**其中，传统免税渠道稳步拓展，营业收入26.29亿元，同比增长10.66%，完成黄山机场、青岛游轮母港等11家免税店的新设工作。三亚海棠湾免税购物中心营业收入47.05亿元，同比增长10.80%，其中免税收入45.82亿元，同比增长10.72%，购物人数97万人次，同比下滑3.96%。此外，免税批发业务营业收入14.82亿元，同比下降7.85%。
- **旅游投资业务聚焦都市圈休闲市场。**三亚海棠湾河心岛项目方案通过三亚市规委会审批及各项审查，基本具备开工条件。三亚国际免税城一期2号地项目，正积极推进项目规划方案设计，综合考虑区域整体商业布局，挖掘项目潜力，提升地块价值。
- **费用控制得当。**期间费用率11.21%，同比下降0.46个百分点。销售费用、管理费用与上年同期相比变动幅度均低于30%；汇兑损失大幅减少导致财务费用同比下降255.84%。
- **2017Q1公司营业收入为57.81亿元，同比增长10.54%；归属净利润为7.18亿元，同比增长3.08%，低于预期。**其中，国旅总社23.61亿元(+2.77%)，净利润-0.08亿元(亏损增加500万元)。中免收入33.57亿元(+11.90%)，归属净利7.32亿元(+4.57%)；三亚店收入21.13亿元(+17.39%)，净利润3.21亿元(+10.69%)；剔除三亚店后，传统渠道免税+有税+批发业务收入12.44亿元(+3.67%)，归属净利润4.11亿元(+0.24%)。
- **投资建议与盈利预测：**考虑新增机场带来规模增大，毛利率提升，以及香港和首都机场对业绩的增厚，预计2017-2019年EPS分别为2.15、3.12和3.48元，PE(2017E)为24.77倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**外部环境风险；市场风险；政策风险；经营风险

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 51.45 |
| 一年最低价/最高价 | 41.50/60.15 |
| 市净率(倍) | 4.14 |
| 流通A股市值(百万元) | 51900 |

基础数据

| | |
|-----------|-------|
| 每股净资产(元) | 13.61 |
| 资本负债率(%) | 22.16 |
| 总股本(百万股) | 976 |
| 流通A股(百万股) | 976 |

相关研究

1. 2016.4.13《规模扩大毛利率提升对业绩增厚显著，T3对盈利贡献有限，仍有反转的可能》
2. 2016.8.30《上半年净利增8.89%，关注海外并购和国内资源整合进展》
3. 2016.4.24《加快“走出去”，培育新增长点》
4. 2016.2.24《集团与港中旅重组，混改有望重启》

中国国旅三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产 | 13489.6 | 15266.0 | 18112.8 | 20665.6 | 营业收入 | 22389.8 | 27600.0 | 35477.8 | 38174.0 |
| 现金 | 8973.3 | 9757.9 | 11553.1 | 13629.5 | 营业成本 | 16776.1 | 20177.1 | 21866.8 | 23356.0 |
| 应收款项 | 1179.9 | 1512.3 | 1944.0 | 2091.7 | 营业税金及附加 | 250.4 | 276.0 | 354.8 | 381.7 |
| 存货 | 2175.0 | 2615.8 | 2841.9 | 3035.6 | 营业费用 | 1807.5 | 2704.8 | 6740.8 | 7253.1 |
| 其他 | 1161.5 | 1380.0 | 1773.9 | 1908.7 | 管理费用 | 1062.0 | 1555.1 | 2165.8 | 2327.6 |
| 非流动资产 | 3798.1 | 4316.3 | 4450.1 | 4582.5 | 财务费用 | -41.5 | -39.5 | -45.9 | -55.6 |
| 长期股权投资 | 245.9 | 274.9 | 304.9 | 334.9 | 投资净收益 | 199.9 | 200.0 | 200.0 | 200.0 |
| 固定资产 | 1648.8 | 2175.2 | 2316.1 | 2455.6 | 其他 | -86.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 无形资产 | 1113.6 | 1076.5 | 1039.4 | 1002.3 | 营业利润 | 2649.2 | 3126.5 | 4595.6 | 5111.3 |
| 其他 | 789.7 | 789.7 | 789.7 | 789.7 | 营业外净收支 | 22.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资产总计 | 17287.7 | 19582.3 | 22562.9 | 25248.1 | 利润总额 | 2671.4 | 3126.5 | 4595.6 | 5111.3 |
| 流动负债 | 3860.0 | 4747.7 | 5660.3 | 6045.4 | 所得税费用 | 636.2 | 781.6 | 1148.9 | 1277.8 |
| 短期借款 | 133.6 | 133.6 | 133.6 | 133.6 | 少数股东损益 | 227.0 | 249.7 | 396.0 | 435.6 |
| 应付账款 | 1315.2 | 1669.6 | 1814.0 | 1937.6 | 归属母公司净利润 | 1808.2 | 2095.1 | 3050.7 | 3397.9 |
| 其他 | 2411.1 | 2944.4 | 3712.7 | 3974.2 | EBIT | 2493.7 | 2887.0 | 4349.7 | 4855.7 |
| 非流动负债 | 67.4 | 67.4 | 67.4 | 67.4 | EBITDA | 2650.7 | 3063.2 | 4538.5 | 5056.0 |
| 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 其他 | 67.4 | 67.4 | 67.4 | 67.4 | 重要财务与估值 | | | | |
| 负债总计 | 3927.4 | 4815.1 | 5727.7 | 6112.8 | 指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 少数股东权益 | 760.9 | 910.7 | 1148.3 | 1409.7 | 每股收益(元) | 1.85 | 2.15 | 3.12 | 3.48 |
| 归属母公司股东权益 | 12599.4 | 13856.4 | 15686.8 | 17725.6 | 每股净资产(元) | 12.91 | 14.19 | 16.07 | 18.16 |
| 负债和股东权益总计 | 17287.7 | 19582.3 | 22562.9 | 25248.1 | 发行在外股份(百万股) | 976.2 | 976.2 | 976.2 | 976.2 |
| | | | | | ROIC(%) | 15.3% | 24.2% | 65.9% | 70.5% |
| | | | | | ROE(%) | 14.4% | 15.1% | 19.4% | 19.2% |
| | | | | | 毛利率(%) | 25.1% | 26.9% | 38.4% | 38.8% |
| | | | | | EBIT Margin(%) | 11.1% | 10.5% | 12.3% | 12.7% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 8.1% | 7.6% | 8.6% | 8.9% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 22.7% | 24.6% | 25.4% | 24.2% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 5.2% | 23.3% | 28.5% | 7.6% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 20.1% | 15.9% | 45.6% | 11.4% |
| | | | | | P/E | 28.70 | 24.77 | 17.01 | 15.27 |
| | | | | | P/B | 4.12 | 3.74 | 3.31 | 2.93 |
| | | | | | EV/EBITDA | 21.06 | 18.51 | 12.69 | 11.47 |

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

