

中国国旅 (601888.SH)

综合旅游行业

评级：买入 维持评级

公司点评

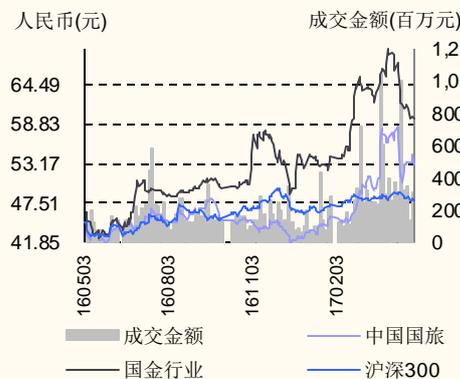
市场价格(人民币)：53.15元

年报业绩符合预期，免税事业整装待发

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	976.24
总市值(百万元)	51,887.04
年内股价最高最低(元)	58.52/41.85
沪深300指数	3439.75
上证指数	3154.66



相关报告

1. 《中国国旅公司点评-中标香港机场烟酒段，全球化扩张里程碑》，2017.4.7
2. 《中国国旅深度报告-免税龙头雄起称霸，“从一到多”战略布局》，2017.3.23

魏立 分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

楼枫桦 联系人
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.543	1.852	2.190	2.906	3.709
每股净资产(元)	11.45	12.91	14.60	17.00	20.21
每股经营性现金流(元)	1.51	1.89	2.64	3.16	4.13
市盈率(倍)	38.45	23.43	24.26	18.29	14.33
行业优化市盈率(倍)	20.46	20.46	20.46	20.46	20.46
净利润增长率(%)	2.42%	20.07%	18.26%	32.68%	27.60%
净资产收益率(%)	13.47%	14.35%	15.01%	17.09%	18.35%
总股本(百万股)	976.24	976.24	976.24	976.24	976.24

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩概述

- 2016年公司实现营业总收入223.90亿元，同比增长5.16%，实现营业利润26.49亿元，同比增长15.39%，实现利润总额26.71亿元，同比增长15.52%，实现归属母公司所有者净利润18.08亿元，同比增长20.07%。
- 2017年一季度公司实现营业收入57.81亿元，同比增长10.54%，归属于上市公司股东的净利润为7.18亿元，同比增长3.08%。

经营分析

- **2016年业绩高增长，旅行社业务及免税业务齐增长**：2016年公司营收增长5.16%，业绩增长20.07%。1) **旅行社业务**：营业收入126.55亿元，增速2.64%，净利润6000.95万元，同比增长21%。其中入境游业务营收6.16亿元，同比下降21.46%；出境游业务营收66.85亿元，同比下降3.81%；国内游业务营收34.48亿元，同比增加7.45%；境外签证业务实现营收8.64亿元，同比增长10.20%。2) **免税业务**：中免集团实现营收87.8亿元，同比增长8.97%，毛利率为46.59%，同比增加1.41pct。净利润为17.30亿元，同比增长18%。其中三亚海棠湾全年接待顾客451万人次，同比下降7.6%，购物人数97万人次，同比下降4%，人均免税销售额为4705元/人，同比增长14.8%，主要归因于2016年2月免税购物限额由8000元提升到16000元。净利润为5.34亿元，同比增长13%。3) **有税商品销售业务**：实现营业收入5.98亿元，同比增加6.53%，毛利率为21.95%，同比下降1.58个百分点。
- **2017年一季度业绩低增速，毛利率有所下滑**：公司2017年一季度实现营业收入57.81亿元，同比增长10.54%，归属于上市公司股东的净利润为7.18亿元，同比增长3.08%。净利润增速小于收入增速的原因主要在于毛利率的下滑，2017年一季度公司毛利率为30.1%，同比下降1.1%。
- **公司将受益于三亚海棠湾免税店的内生业绩增长以及毛利率的提升**：1) **三亚海棠湾免税店的业绩提升**：三亚旅游市场因环境优势及市场整顿成效显著，景气度不断提升。同时海棠湾地区的高端酒店及娱乐设施将在2017-2019年集中爆发，海棠湾地区的娱乐设施的完善将提高免税店的人次。2) **毛利率的提升**：公司竞标获得了多个机场(首都机场、香港机场、白云机场等)的免税店经营权，规模提升实现毛利率的提升。同时参股日上能够改善公司的采购渠道，受到品类毛利率不同的影响，免税业务有望在未来三年毛利率从45%提升到50%。

盈利调整及投资建议

- 目前测算 2017E/2018E/2019E 的业绩为 21.38/28.37/36.2 亿元，增长幅度为 18%/33%/28%，EPS 为 2.19/2.91/3.71 元，目前股价对应 PE 为 24/18/14 倍，维持买入评级。

风险提示

- 机场提升比例过高导致净利率下滑；
- 政策面不利于公司发展；
- 毛利率提升不达预期

1. 投资建议及盈利预测

1.1 投资逻辑

- **2016 年业绩高增长，旅行社业务及免税业务齐增长：**2016 年公司营收增长 5.16%，业绩增长 20.07%。1) **旅行社业务：**营业收入 126.55 亿元，增速 2.64%，净利润 6000.95 万元，同比增长 21%。其中入境游业务营收 6.16 亿元，同比下降 21.46%；出境游业务营收 66.85 亿元，同比下降 3.81%；国内游业务营收 34.48 亿元，同比增加 7.45%；境外签证业务实现营收 8.64 亿元，同比增长 10.20%。2) **免税业务：**中免集团实现营收 87.8 亿元，同比增长 8.97%，毛利率为 46.59%，同比增加 1.41pct。净利润为 17.30 亿元，同比增长 18%。其中三亚海棠湾全年接待顾客 451 万人次，同比下降 7.6%，购物人数 97 万人次，同比下降 4%，人均免税销售额为 4705 元/人，同比增长 14.8%，主要归因于 2016 年 2 月免税购物限额由 8000 元提升到 16000 元。净利润为 5.34 亿元，同比增长 13%。3) **有税商品销售业务：**实现营业收入 5.98 亿元，同比增加 6.53%，毛利率为 21.95%，同比下降 1.58 个百分点。
- **2017 年一季度业绩低增速，毛利率有所下滑：**公司 2017 年一季度实现营业收入 57.81 亿元，同比增长 10.54%，归属于上市公司股东的净利润为 7.18 亿元，同比增长 3.08%。净利润增速小于收入增速的原因主要在于毛利率的下滑，2017 年一季度公司毛利率为 30.1%，同比下降 1.1%。
- **公司将受益于三亚海棠湾免税店的内生业绩增长以及毛利率的提升：**1) **三亚海棠湾免税店的业绩提升：**三亚旅游市场因环境优势及市场整顿成效显著，景气度不断提升。同时海棠湾地区的高端酒店及娱乐设施将在 2017-2019 年集中爆发，海棠湾地区的娱乐设施的完善将提高免税店的人次。2) **毛利率的提升：**公司竞标获得了多个机场(首都机场、香港机场、白云机场等)的免税店经营权，规模提升实现毛利率的提升。同时参股日上免税店能够改善公司的采购渠道，受到品类毛利率不同的影响，免税业务有望在未来三年毛利率从 45%提升到 50%。

1.2 投资建议及盈利预测

- 目前测算 2017E/2018E/2019E 的业绩为 21.38/28.37/36.2 亿元，增长幅度为 18%/33%/28%，EPS 为 2.19/2.91/3.71 元，目前股价对应 PE 为 24/18/14 倍，维持买入评级。

1.3 风险提示

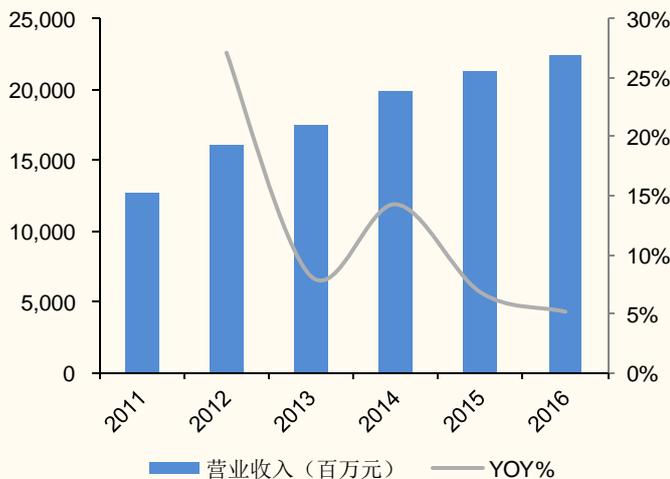
- 机场提升比例过高导致净利率下滑；
- 政策面不利于公司发展；
- 毛利率提升不达预期

2、2016 年业绩符合预期，旅行社及免税业务齐增长

2.1 营业高增速，毛利率有所提升

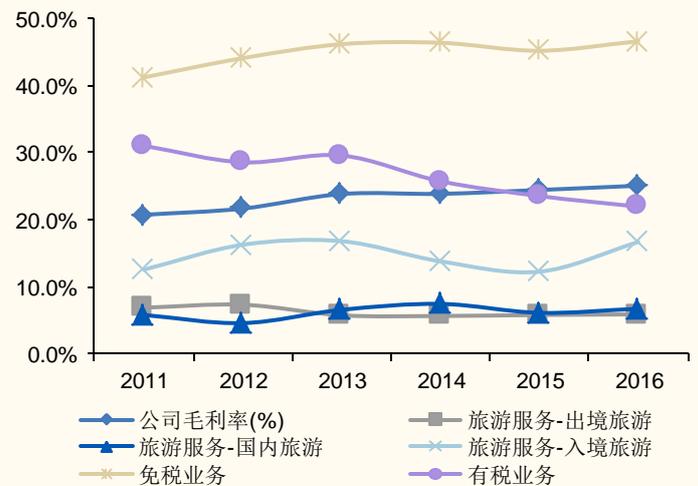
- **2016 年公司营收增速 5.16%，毛利率有所提升。**2016 年公司全年实现营业收入 223.90 亿元，同比增长 5.16%。毛利率为 25.1%，同比增长 0.7pct。其中旅行社业务实现营业收入 126.55 亿元，同比增长 2.64%，毛利率为 8.92%，比上年同期下降 0.73pct。公司商业销售业务实现营业收入 93.79 亿元，同比增长 8.81%，毛利率为 45.02%，比上年同期提高 1.25pct。其中免税商品销售业务实现营业收入 87.80 亿元，同比增长 8.97%，毛利率为 46.59%，同比增加 1.41pct。公司有税商品销售业务实现营业收入 5.98 亿元，同比增加 6.53%，毛利率为 21.95%，同比下降 1.58pct。

图表 1：公司 2011-2016 年营业收入及其增速



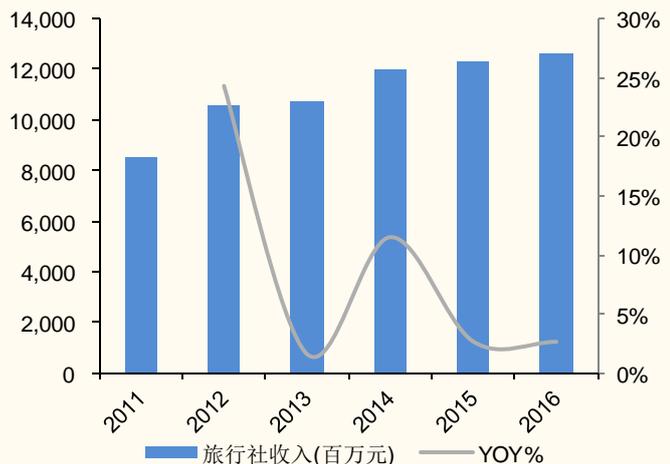
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 2：2011-2016 年公司整体及各业务的毛利率情况



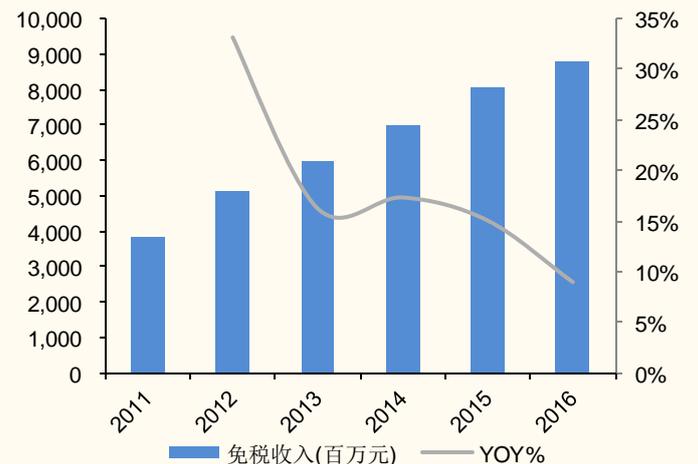
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 3：2011-2016 年旅行社业务收入及其增速



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 4：2011-2016 年免税业务收入及其增速

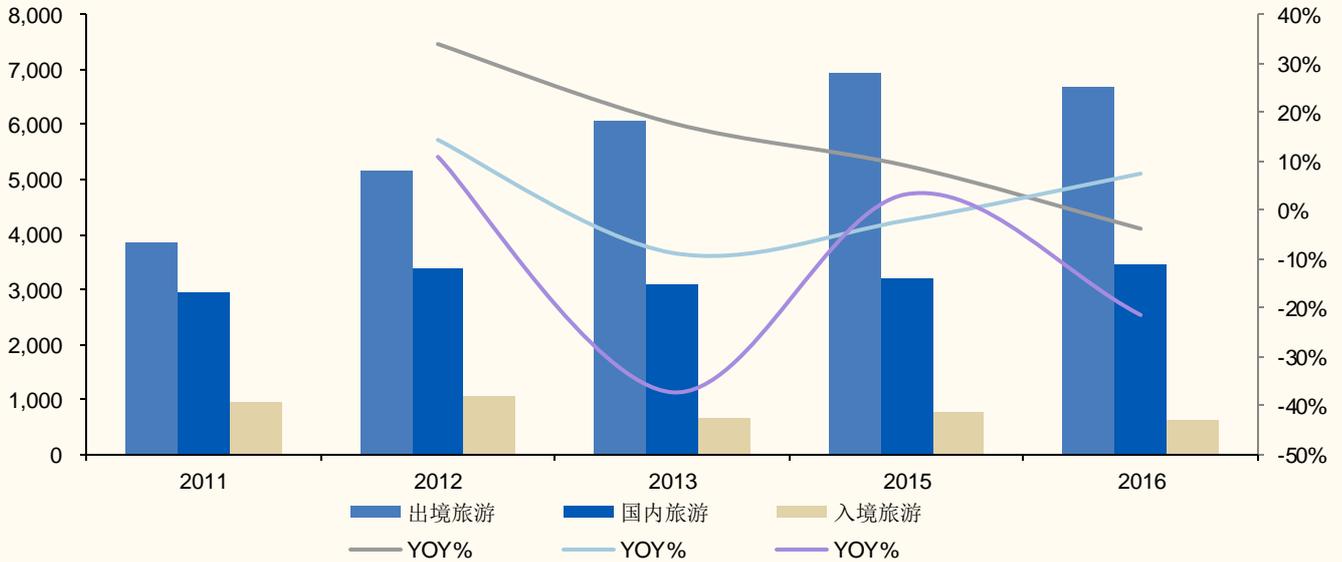


来源：公司年报，国金证券研究所

- **受到市场环境的影响旅行社业务低速增长，毛利率有所下滑：**旅行社业务实现营业收入 126.55 亿元，同比增长 2.64%，毛利率为 8.92%，比上年同期下降 0.73 个 pct。其中入境游业务实现营业收入 6.16 亿元，同比下降 21.46%，毛利率为 16.68%，同比增加 4.42pct；出境游业务实现营业收入 66.85 亿元，同比下降 3.81%，毛利率为 5.90%，同比增加 0.09pct；国内游业务实现营业收入 34.48 亿元，同比增加

7.45%，毛利率为 6.74%，同比增加 0.61 个 pct；境外签证业务实现营业收入 8.64 亿元，同比增长 10.20%，毛利率为 22.10%，同比下降 0.45pct。

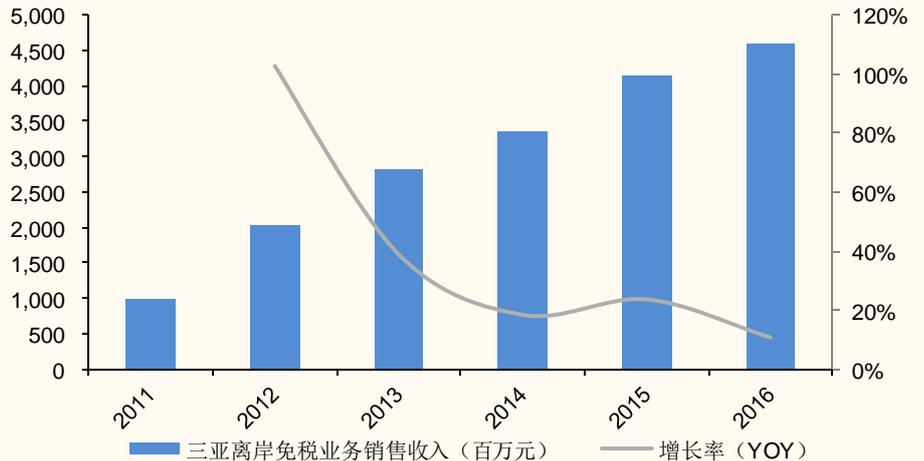
图表 5：2011-2016 年旅行社各项业务的营业收入及其增速（百万元）



来源：公司年报，国金证券研究所

- **海棠湾免税业务实现营收 10.7%**：三亚海棠湾免税购物中心实现营业收入 47.05 亿元，同比增长 10.80%，其中免税商品销售收入 45.82 亿元，同比增长 10.72%。全年接待顾客 451 万人次，同比下降 7.6%，购物人数 97 万人次，同比下降 4%，人均免税销售额为 4705 元/人，同比增长 14.8%，主要归因于 2016 年 2 月免税购物限额由 8000 元提升到 16000 元。

图表 6：2011-2016 年三亚海棠湾免税店免税业务收入情况及增速



来源：公司年报，国金证券研究所

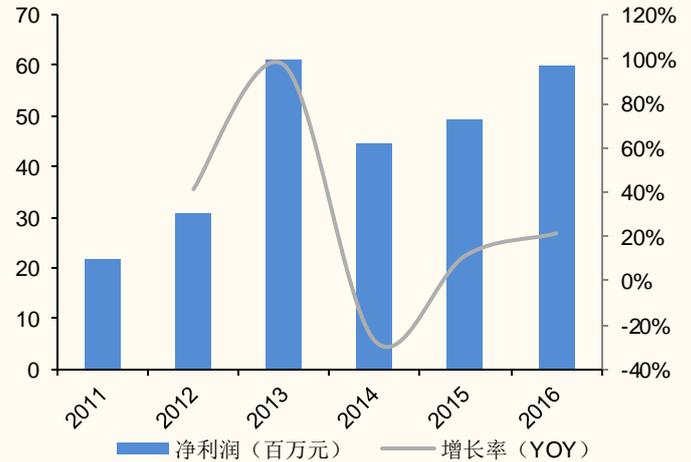
2.2 净利率进一步提升，旅行社及免税业务业绩高增速

- **公司业绩增速 20.07%，净利率为 8.1%**：实现营业利润 26.49 亿元，同比增长 15.39%，实现利润总额 26.71 亿元，同比增长 15.52%，实现归属母公司所有者净利润 18.08 亿元，同比增长 20.07%。其中旅行社业务实现净利润为 6000.95 万元，同比增长 21.26%，中免集团实现净利润 17.30 亿元，同比增长 18.11%，三亚海棠湾免税店的净利润为 5.34 亿元，同比增长 13%。

图表 7：2011-2016 年公司归母净利润及增速（百万元）



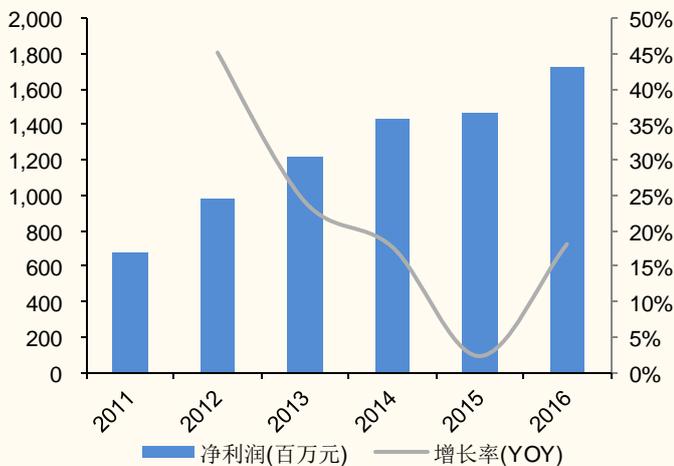
图表 8：2011-2016 年公司旅行社业务净利润及其增速



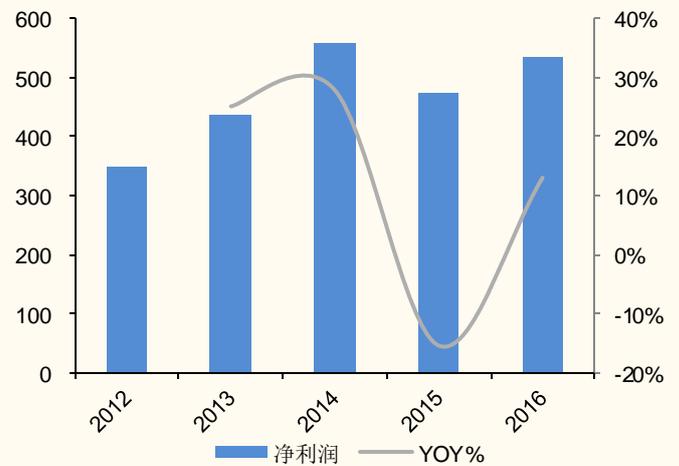
来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

图表 9：2011-2016 年中免集团净利润及其增速



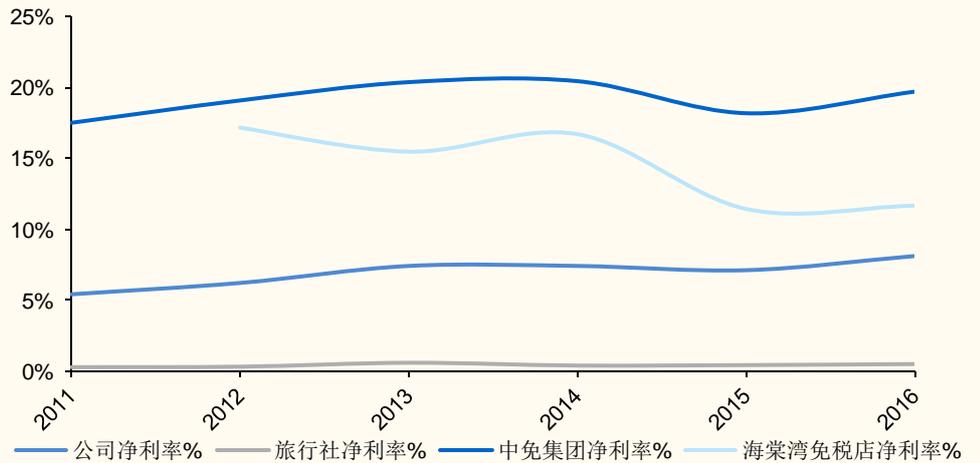
图表 10：2011-2016 年海棠湾免税店净利润及其增速



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

图表 11: 2011-2016 年公司及其各项业务的净利率

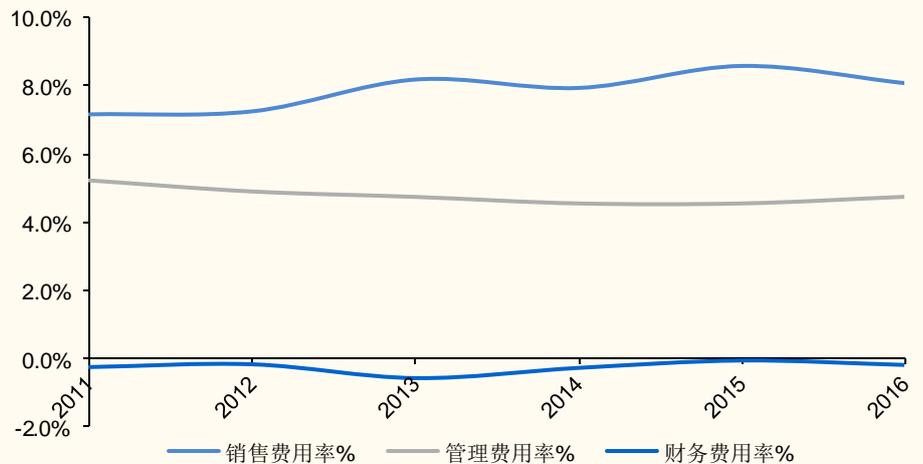


来源：公司年报，国金证券研究所

2.3 费用端管控成效显著

- **费用率下降 0.4pct**：公司整体费用率为 12.6%，较去年同比下降 0.4pct，其中销售费用率为 8.1%，同比下降 0.5pct；管理费用率为 4.7%，同比上升 0.2pct；财务费用率为-0.2%，同比下降 0.1pct。

图表 12: 2011-2016 年公司费用率情况



来源：公司年报，国金证券研究所

3、2017 年一季度业绩低增长，毛利率下降为主因

- **营业收入增速 10.54%，归母净利润增速为 3.08%**：公司 2017 年一季度实现营业收入 57.81 亿元，同比增长 10.54%，归属于上市公司股东的净利润为 7.18 亿元，同比增长 3.08%。净利润增速小于收入增速的原因主要在于毛利率的下滑，2017 年一季度公司毛利率为 30.1%，同比下降 1.1%。

图表 13：2017Q1 公司重要的财务数据梳理

单位：百万元	2016Q	2017Q1	YOY%
营业收入	5,229.92	5,780.95	10.5%
营业成本	3,597.47	4,038.60	12.3%
毛利率%	31.2%	30.1%	-1.1%
管理费用率%	3.6%	2.8%	-0.8%
销售费用率%	8.0%	8.3%	0.3%
财务费用率%	0.1%	0.1%	0.0%
归母净利润	696.76	718.25	3.1%
净利率%	13.3%	12.4%	-0.9%

来源：公司年报，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	19,936	21,292	22,390	23,609	26,281	29,664
增长率	6.8%	5.2%	5.4%	11.3%	12.9%	
主营业务成本	-15,180	-16,090	-16,776	-17,541	-18,830	-20,346
%销售收入	76.1%	75.6%	74.9%	74.3%	71.6%	68.6%
毛利	4,756	5,202	5,614	6,068	7,451	9,318
%销售收入	23.9%	24.4%	25.1%	25.7%	28.4%	31.4%
营业税金及附加	-218	-258	-250	-118	-26	-30
%销售收入	1.1%	1.2%	1.1%	0.5%	0.1%	0.1%
营业费用	-1,581	-1,826	-1,807	-1,912	-2,234	-2,670
%销售收入	7.9%	8.6%	8.1%	8.1%	8.5%	9.0%
管理费用	-907	-968	-1,062	-1,133	-1,314	-1,632
%销售收入	4.5%	4.5%	4.7%	4.8%	5.0%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	2,050	2,150	2,494	2,905	3,877	4,987
%销售收入	10.3%	10.1%	11.1%	12.3%	14.8%	16.8%
财务费用	54	12	41	65	102	149
%销售收入	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-30	-20	-86	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	128	155	200	250	300	330
%税前利润	5.7%	6.7%	7.5%	7.7%	7.0%	6.0%
营业利润	2,202	2,296	2,649	3,220	4,279	5,466
营业利润率	11.0%	10.8%	11.8%	13.6%	16.3%	18.4%
营业外收支	25	17	22	20	20	20
税前利润	2,227	2,313	2,671	3,240	4,299	5,486
利润率	11.2%	10.9%	11.9%	13.7%	16.4%	18.5%
所得税	-557	-591	-636	-810	-1,075	-1,371
所得税率	25.0%	25.6%	23.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,670	1,721	2,035	2,430	3,224	4,114
少数股东损益	200	216	227	292	387	494
归属于母公司的净利润	1,470	1,506	1,808	2,138	2,837	3,620
净利率	7.4%	7.1%	8.1%	9.1%	10.8%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,670	1,721	2,035	2,430	3,224	4,114
非现金支出	124	192	243	81	161	166
非经营收益	-206	-245	-220	-254	-320	-350
营运资金变动	-169	-194	-213	324	17	104
经营活动现金净流	1,420	1,474	1,845	2,581	3,082	4,033
资本开支	-641	-673	-166	-177	-547	-25
投资	-299	-4,843	4,607	0	0	0
其他	132	156	193	250	300	330
投资活动现金净流	-808	-5,360	4,634	73	-247	305
股权募资	26	7	34	0	0	0
债权募资	-7	40	22	-131	0	1
其他	-499	-602	-628	-522	-488	-488
筹资活动现金净流	-480	-556	-572	-653	-488	-487
现金净流量	132	-4,442	5,907	2,000	2,347	3,851

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	7,289	5,260	8,973	10,973	13,321	17,172
应收账款	1,230	1,305	1,180	1,358	1,512	1,707
存货	1,530	1,845	2,175	1,922	2,064	2,230
其他流动资产	875	3,435	1,161	1,249	1,297	1,353
流动资产	10,924	11,846	13,490	15,503	18,193	22,461
%总资产	74.3%	75.3%	78.0%	79.9%	80.9%	84.3%
长期投资	622	555	552	552	552	552
固定资产	1,762	1,688	1,649	1,819	2,270	2,186
%总资产	12.0%	10.7%	9.5%	9.4%	10.1%	8.2%
无形资产	1,220	1,433	1,387	1,330	1,285	1,249
非流动资产	3,777	3,885	3,798	3,903	4,309	4,188
%总资产	25.7%	24.7%	22.0%	20.1%	19.1%	15.7%
资产总计	14,701	15,731	17,288	19,406	22,502	26,649
短期借款	70	110	134	0	0	0
应付款项	3,192	2,865	2,867	3,139	3,415	3,756
其他流动负债	605	703	860	892	974	1,152
流动负债	3,867	3,678	3,860	4,031	4,389	4,908
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	41	161	67	73	75	77
负债	3,908	3,839	3,927	4,104	4,464	4,985
普通股股东权益	10,098	11,181	12,599	14,250	16,599	19,731
少数股东权益	695	711	761	1,052	1,439	1,933
负债股东权益合计	14,701	15,731	17,288	19,406	22,502	26,649

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.506	1.543	1.852	2.190	2.906	3.709
每股净资产	10.343	11.453	12.906	14.596	17.003	20.211
每股经营现金净流	1.455	1.510	1.890	2.643	3.157	4.132
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	14.56%	13.47%	14.35%	15.01%	17.09%	18.35%
总资产收益率	10.00%	9.57%	10.46%	11.02%	12.61%	13.59%
投入资本收益率	14.15%	13.33%	14.08%	14.23%	16.12%	17.26%
增长率						
主营业务收入增长率	14.26%	6.80%	5.16%	5.44%	11.32%	12.87%
EBIT增长率	20.21%	4.87%	15.99%	16.48%	33.46%	28.64%
净利润增长率	13.57%	2.42%	20.07%	18.26%	32.68%	27.60%
总资产增长率	13.42%	7.01%	9.89%	12.25%	15.95%	18.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.0	15.6	15.1	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	34.0	38.3	43.7	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	38.3	34.3	28.2	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	29.6	27.0	24.5	25.2	26.2	21.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-66.89%	-43.31%	-66.16%	-71.71%	-73.85%	-79.26%
EBIT利息保障倍数	-37.9	-184.4	-60.1	-44.5	-37.9	-33.5
资产负债率	26.59%	24.40%	22.72%	21.15%	19.84%	18.71%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	17	28
增持	0	0	2	4	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.19	1.26

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-23	买入	56.11	67.00~70.00
2	2017-04-07	买入	56.63	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD