

休闲服务

2017年05月02日

中国国旅 (601888)

——免税业务有序推进，抢占先机实现规模效应

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **公司 2016 年报和 2017 年一季报表现符合预期。**2016 年全年实现总营收 223.90 亿元，同比增长 5.16%；实现归母净利润 18.08 亿元，同比增长 20.07%。2017 年 Q1 实现营业收入 57.81 亿元，同比上升 10.54%，归母净利润 7.18 亿元，同比上升 3.08%。同时公司公布股利分配预案，每 10 股派息 10 股，转增 10 元，显示出了对公司未来发展的信心。
- **公司毛利率稳步上升，费用率有所下降。**2016 年全年公司整体毛利率为 24.29% (+0.60pct)，其中旅游服务业毛利率 8.92% (-0.73pct)，主要由于是公司扩大经营规模，开发新产品所致；商业销售业务毛利率 45.02% (+1.25pct)，公司在传统免税渠道稳步拓展，完成黄山机场、青岛游轮母港等 11 家免税店的新设工作，旅游零售业务稳中有升。2016 年期间费用率 12.63% (-0.44pct)，其中销售费用率为 8.07% (-0.50pct)，主要是广告及推广宣传费大幅减少；管理费用率为 4.74%，(+0.19pct)，主要由于新设项目较多，职工薪酬增加；汇兑损失大幅减少致使财务费用率减少 0.14pct 至 -0.19%。2017 年 Q1 公司毛利率为 30.14% (-1.07pct)，期间费用率为 11.21% (-0.46pct)。
- **加快免税行业整合，积极布局机场免税店。**港中旅承诺在 5 年内解决同业竞争，协同和整合将逐步实施。国家鼓励消费回流下，中免凭借牌照和资源优势，积极布局竞标取得广州和南京机场进境免税店、香港国际机场烟酒免税。目前正在积极竞标首都机场 T2 标段并有望通过入股形式参与日上的 T3 标段的竞争。随着公司内生和外延业务的不断落地，营收和采购规模将实现高速增长，加之与日上的合作，有望实现规模效应。对比国际免税集团，公司的毛利率水平存在极大的改善空间，先布局后利润的大战略具有长期可实现性。
- **受益于海南旅游市场回暖，海棠湾店收入高速增长。**受天气、机场扩建和萨德事件等影响，海南及海棠湾店客流量上升明显，三亚海棠湾全年实现购物人数 97 万，实现营业收入 47.05 亿元，同比增长 10.80%。今年一季度离岛免税继续保持两位数的增长，而游客转换率和人均消费额均具有大幅上涨空间。随着海棠湾二期和河心岛项目的推进，我们预计海棠湾 17/18/19 年可实现营收 55/64/71 亿元，净利润率维持稳定。
- **投资建议：**公司内生免税业态利润稳健增长，外延扩张将把握国内外枢纽标段。凭借最全面的经营牌照和资源优势，其免税龙头的溢价在十三五规划期间格外凸显。维持原盈利预测，考虑香港机场、北京首都机场 t2 免税业务和白云机场进境免税，**预计 17/18/19 年净利润分别为 19.48/22.04/24.57 亿元，EPS 分别为 2.00/2.26/2.52 元，对应 PE 为 27/24/21 倍，维持“增持”评级。**
- **风险提示：**机场招标不顺；各地免税店经营低于预期

市场数据： 2017年04月28日

收盘价(元)	53.15
一年内最高/最低(元)	60.15/41.5
市净率	3.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	51887
上证指数/深证成指	3154.66 / 10234.65

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	13.61
资产负债率%	22.16
总股本/流通A股(百万)	976/976
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中国国旅(601888)点评：中国免税龙头进击机场免税，看好规模效应带来增量》
2017/04/13

《中国国旅(601888)深度：迎政策红利脱颖而出，免税龙头抢占行业先机》
2017/03/27

证券分析师

孙妍 A0230515090008
sunyan@swsresearch.com

联系人

张颖译
(8621)23297818×7434
zhanghy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	22,390	5,781	24,177	26,098	27,688
同比增长率(%)	5.16	10.54	7.98	7.95	6.09
净利润(百万元)	1,808	718	1,948	2,204	2,457
同比增长率(%)	20.07	3.08	7.73	13.14	11.48
每股收益(元/股)	1.85	0.74	2.00	2.26	2.52
毛利率(%)	25.1	30.1	25.4	26.2	26.7
ROE(%)	14.4	5.4	13.4	13.2	12.8
市盈率	29		27	24	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表 1：盈利预测表

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	19,936	21,292	22,390	24,177	26,098	27,688
二、营业总成本	17,862	19,151	19,941	21,441	22,997	24,228
其中：营业成本	15,180	16,090	16,776	18,043	19,269	20,295
营业税金及附加	218	258	250	270	292	310
销售费用	1,581	1,826	1,807	2,097	2,355	2,498
管理费用	907	968	1,062	1,147	1,238	1,313
财务费用	(54)	(12)	(41)	(127)	(161)	(182)
资产减值损失	30	20	86	10	3	(6)
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	128	155	200	160	172	184
三、营业利润	2,202	2,296	2,649	2,896	3,273	3,643
加：营业外收入	30	27	27	0	0	0
减：营业外支出	5	10	4	0	0	0
四、利润总额	2,227	2,313	2,671	2,896	3,273	3,643
减：所得税	557	591	636	704	798	891
五、净利润	1,670	1,721	2,035	2,192	2,474	2,753
少数股东损益	200	216	227	244	271	296
归属于母公司所有者的净利润	1,470	1,506	1,808	1,948	2,204	2,457
六、基本每股收益	1.51	1.54	n.a.	2.00	2.26	2.52
全面摊薄每股收益	1.51	1.54	1.85	2.00	2.26	2.52

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。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。