

中国国旅 (601888.SH) 综合旅游行业

评级：买入 维持评级

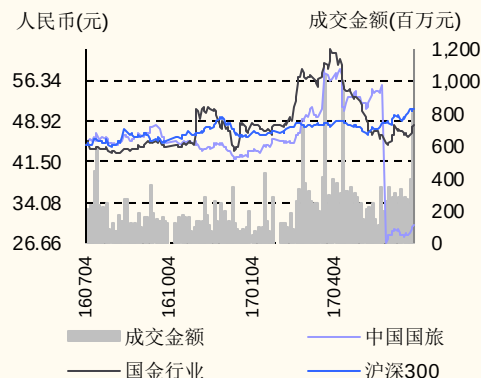
公司点评

市场价格 (人民币): 30.14 元

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)	29,423.81
年内股价最高最低(元)	58.52/26.66
沪深 300 指数	3666.80
上证指数	3192.43



相关报告

1. 《中国国旅公司点评-年报业绩符合预期, 免税事业整装待发》, 2017.5.2
2. 《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
3. 《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

实力中标首都机场, 收购日上兑现规模效应

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	1.280	1.666	2.093
每股净资产(元)	11.45	12.91	14.97	17.80	21.48
每股经营性现金流(元)	1.51	1.89	1.98	3.61	4.68
市盈率(倍)	38.45	23.43	23.55	18.09	14.40
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%	38.20%	30.18%	25.65%
净资产收益率(%)	13.47%	14.35%	17.10%	18.72%	19.49%
总股本(百万股)	976.24	976.24	1,952.48	1,952.48	1,952.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

公告简述

- 公司全资子公司中国免税品(集团)有限责任公司获得首都机场国际区免税业务招标项目第一标段的第一中标候选人, 日上免税行(中国)有限公司为首都机场国际区免税业务招标项目第二标段的第一中标候选人, 该轮经营期限为 8 年。
- 中国免税品(集团)有限责任公司以人民币 3,882 万元收购日上免税行(上海)有限公司和日上免税行集团有限公司合计持有的日上免税行(中国)有限公司 51% 的股权。

经营分析

- **公司中标首都机场两个标段的经营权, 中标结果基本符合预期:** 北京首都机场的招标情况经过一波三折后结果基本上符合市场预期, 首都机场的两个标段分别由中免及公司所收购的日上免税行(中国)来经营。但首年保底租赁费用以及提成比例相对较高, T2 的首年保底租赁费用及提升比例分别为 8.3 亿元及 47.5%, T3 分别为 22 亿及 43.5%。北京首都机场 2016 年实现免税销售额 44.27 亿元, 按照每年 10% 的增长率预计 2018 年免税销售收入约为 54 亿元, T2: T3 的销售额占比为 1:3, T2 及 T3 的免税销售额分别为 13.5 亿元、40.5 亿元。根据招标公告首年保底租赁费用为 30.3 亿元, 按照毛利率 55% 来算, 2018 年公司经营首都机场预计亏损 2.58 亿元, 未来将通过毛利率的提升来实现业绩增厚。
- **以 3883 万元收购日上免税行(中国) 51% 的股权:** 从工商信息变更到正式公告收购方案, 公司将从下半年开始并表日上免税行(中国)。日上免税行(中国) 2016 年实现营收 44.27 亿元, 实现净利润 3.77 亿元, 按照 10% 增长率测算 2017 年下半年的业绩并表能够增厚公司业绩 1.06 亿元, 同此次收购将能够合并日上免税行的采购渠道, 实现毛利率从 45% 到 55% 的提升。同时 2018 年 3 月日上免税行的上海机场免税经营权到期, 有望延续北京首都机场的合作模式。
- **对中免集团的整体毛利率高低形成影响的是两个因素:** 1) 从品牌商的拿货成本, 2) 商品的库存周转和打折幅度。从拿货成本角度看, 免税商品的品类上分为烟酒(包括国产烟、国产酒、进口烟、进口酒), 香化, 精品(时尚箱包), 食品/纪念品等。烟酒类特别是国产烟酒受制于统一管控和高端产品价格垄断, 中免集团基本上没有价格谈判优势, 因此毛利率改善的幅度有限, 而进口烟酒的销量比例依然过低, 毛利率可上升但是对整体毛利率提升的浮动不大。香化类的成本渠道相对市场化, 品牌商随着销量增加能够降低

进货成本，同时国旅收购北京日上后可共享日上的进货渠道，可对品牌商形成统一议价能力，因此在现有基础上可改善的空间较大。从商品的周转和打折幅度来看，以三亚店为例，通过对品类进行调整提升周转率，减少因过季带来的打折。整体来看，看好中免集团从目前 45% 的毛利率逐步提升至 55% 的长期逻辑。

- **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。2017 年 1-4 月份，海南离岛免税商品销售额为 31.76 亿元/+20.5%，购物人次 88 万人次/+24.7%，人均消费为 3609 元/人。其中三亚海棠湾免税店占比 70% 左右，预计海棠湾免税店上半年的免税销售额能够达到 30% 左右。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。同时收购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 55%。3) **市内免税店牌照的运用：**中免集团拥有北京、上海、大连、青岛和厦门的五个市内免税店牌照，开设市内免税店有望延续三亚免税店的经营模式。由于机场免税店经营模式下机场拥有绝对的议价权，开设市内免税店能够成为新的业绩增长点，同时能够捕捉境外游客以及内地待出国游客，符合国内促进消费的政策倾向。

盈利调整及投资建议

- 在不考虑广州及香港机场免税店的业绩增厚情况下，目前测算 2017E/2018E/2019E 的业绩为 24.99/32.52/39.85 亿元，增长幅度为 38%/30%/23%，EPS 为 1.28/1.67/2.04 元，目前股价对应 PE 为 24/18/15 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；
- 三亚海棠湾业绩增速不及预期；
- 毛利率提升不达预期

图表 1：中标北京首都机场的首年经营情况分析

T2 经营情况分析				
	毛利率	50%	55%	60%
2018 年整体销售额 (亿元)		13.4	13.4	13.4
提成比例%		47.50%	47.50%	47.50%
提成收入 (亿元)		6.36	6.36	6.36
首年保底租赁费用 (亿元)		8.3	8.3	8.3
剔除租赁费用后公司毛利 (亿元)		-1.60	-0.93	-0.26
费用率%		5%	5%	5%
净利润 (亿元)		-2.27	-1.60	-0.93
T3 经营情况分析				
	毛利率%	50%	55%	60%
2018 年整体销售额 (亿元)		40.2	40.2	40.2
提成比例%		43.50%	43.50%	43.50%
提成收入 (亿元)		17.48	17.48	17.48
首年保底租赁费用 (亿元)		22	22	22
剔除租赁费用后公司毛利 (亿元)		-1.91	0.10	2.11
费用率%		5%	5%	5%
净利润 (亿元)		-3.92	-1.91	0.07
T2+T3 剔除租赁费用后的公司毛利 (亿元)		-3.52	-0.84	1.84

合计净利润 (亿元)	-6.19	-3.52	-0.86
归属于母公司的净利润 (亿元)	-4.62	-2.58	-0.66
2016 年首都机场免税收入为 44.27 亿元, 假设 17-19 年的销售额增速为 10% - 假设费用率为 5% - 考虑所得税, 所得税率为 25%			

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 首都机场免税店的业绩情况分析

假设毛利率为 55%	2017E	2018E	2019E	2020E
T2 标段经营情况分析 (中免经营)				
免税销售收入 (百万元)	608.71	1,339.17	1,473.08	1,620.39
增长率 (YOY)		120.00%	10.00%	10.00%
毛利率%	60.00%	55.00%	55.00%	55.00%
销售成本 (百万元)	243.49	602.63	662.89	729.18
增长率 (YOY)		147.5%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	365.2	736.5	810.2	891.2
增长率 (YOY)		101.67%	10.00%	10.00%
运营费用 (百万元)	144.06	66.96	73.65	81.02
费用率 (YOY)	23.7%	5.00%	5.00%	5.00%
租赁费用 (百万元)	152.2	830	830	830
提成比例%	25.00%	61.98%	56.34%	51.22%
净利润 (百万元)	51.74	-160.42	-93.46	-19.80
净利率%	8.50%	-11.98%	-6.34%	-1.22%
T3 标段经营情况分析 (日上经营)				
免税销售收入 (百万元)	1,826.14	4,017.50	4,419.25	4,861.18
增长率 (YOY)		120.00%	10.00%	10.00%
毛利率%	60.00%	55.00%	55.00%	55.00%
销售成本 (百万元)	730.46	1807.88	1988.66	2187.53
增长率 (YOY)		147.50%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	1095.7	2209.6	2430.6	2673.6
增长率 (YOY)		101.67%	10.00%	10.00%
运营费用 (百万元)	432.19	200.88	220.96	243.06
费用率 (YOY)	23.7%	5.00%	5.00%	5.00%
租赁费用 (百万元)	456.5	2200	2200	2200
提成比例%	25.00%	54.76%	49.78%	45.26%
净利润 (百万元)	155.22	-191.25	7.22	172.94
净利率%	8.50%	-4.76%	0.16%	3.56%
(T2+T3) 整体经营情况分析				
整体免税销售收入	2,434.85	5,356.67	5,892.34	6,481.57
增长率 (YOY)		120.00%	10.00%	10.00%
毛利率	60.00%	55.00%	55.00%	55.00%
销售成本 (百万元)	973.94	2410.50	2651.55	2916.71
增长率 (YOY)		147.50%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	1460.9	2946.2	3240.8	3564.9
增长率 (YOY)		101.67%	10.00%	10.00%
运营费用 (百万元)	576.25	267.83	294.62	324.08
费用率 (YOY)	23.7%	5.00%	5.00%	5.00%
租赁费用 (百万元)	608.7	3030	3030.00	3030.00
提成比例%	25.00%	56.56%	51.42%	46.75%
净利润 (百万元)	206.96	-351.66	-86.24	153.14
净利率%	8.50%	-6.56%	-1.46%	2.36%
少数股东损益	101.41	-93.71	3.54	84.74
归母净利润 (百万元)	105.55	-257.95	-89.78	68.40
净利率%	4.34%	-4.82%	-1.52%	1.06%

来源: 公司公告, 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	26,199	32,697	36,625
增长率		6.8%	5.2%	17.0%	24.8%	12.0%
主营业务成本	-15,180	-16,090	-16,776	-18,534	-21,613	-23,386
%销售收入	76.1%	75.6%	74.9%	70.7%	66.1%	63.9%
毛利	4,756	5,202	5,614	7,665	11,085	13,238
%销售收入	23.9%	24.4%	25.1%	29.3%	33.9%	36.1%
营业税金及附加	-218	-258	-250	-157	-196	-220
%销售收入	1.1%	1.2%	1.1%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,581	-1,826	-1,807	-2,620	-4,905	-5,494
%销售收入	7.9%	8.6%	8.1%	10.0%	15.0%	15.0%
管理费用	-907	-968	-1,062	-1,310	-1,635	-1,831
%销售收入	4.5%	4.5%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	2,050	2,150	2,494	3,578	4,349	5,694
%销售收入	10.3%	10.1%	11.1%	13.7%	13.3%	15.5%
财务费用	54	12	41	92	118	155
%销售收入	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
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%	6.3%	6.3%	5.3%
营业利润	2,202	2,296	2,649	3,920	4,767	6,178
%营业利润率	11.0%	10.8%	11.8%	15.0%	14.6%	16.9%
营业外收支	25	17	22	20	20	20
税前利润	2,227	2,313	2,671	3,940	4,787	6,198
利润率	11.2%	10.9%	11.9%	15.0%	14.6%	16.9%
所得税	-557	-591	-636	-985	-1,197	-1,550
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	2,955	3,590	4,649
少数股东损益	200	216	227	456	337	561
归属于母公司的净利润	1,470	1,506	1,808	2,499	3,253	4,087
净利率	7.4%	7.1%	8.1%	9.5%	9.9%	11.2%

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	2,955	3,590	4,649
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	-847	95	104
经营活动现金净流	1,420	1,474	1,845	1,935	3,525	4,568
资本开支	-641	-673	-166	-177	-397	-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	-97	305
股权募资	26	7	34	0	0	0
债权募资	-7	40	22	-131	0	0
其他	-499	-602	-628	-522	-488	-488
筹资活动现金净流	-480	-556	-572	-653	-488	-488
现金净流量	132	-4,442	5,907	1,355	2,941	4,385

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	10,328	13,269	17,654
应收款项	1,230	1,305	1,180	1,507	1,881	2,107
存货	1,530	1,845	2,175	2,031	2,369	2,563
其他流动资产	875	3,435	1,161	2,486	2,600	2,665
流动资产	10,924	11,846	13,490	16,352	20,118	24,989
%总资产	74.3%	75.3%	78.0%	80.7%	82.9%	86.1%
长期投资	622	555	552	552	552	552
固定资产	1,762	1,688	1,649	1,819	2,120	2,036
%总资产	12.0%	10.7%	9.5%	9.0%	8.7%	7.0%
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	4,159	4,038
%总资产	25.7%	24.7%	22.0%	19.3%	17.1%	13.9%
资产总计	14,701	15,731	17,288	20,255	24,277	29,027
短期借款	70	110	134	0	0	0
应付款项	3,192	2,865	2,867	3,391	4,112	4,506
其他流动负债	605	703	860	964	1,161	1,355
流动负债	3,867	3,678	3,860	4,356	5,273	5,861
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	41	161	67	73	75	77
负债	3,908	3,839	3,927	4,428	5,348	5,938
普通股股东权益	10,098	11,181	12,599	14,610	17,375	20,974
少数股东权益	695	711	761	1,217	1,554	2,115
负债股东权益合计	14,701	15,731	17,288	20,255	24,277	29,027

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.506	1.543	1.852	1.280	1.666	2.093
每股净资产	10.343	11.453	12.906	14.966	17.798	21.485
每股经营现金净流	1.455	1.510	1.890	1.982	3.611	4.680
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%	17.10%	18.72%	19.49%
总资产收益率	10.00%	9.57%	10.46%	12.34%	13.40%	14.08%
投入资本收益率	14.15%	13.33%	14.08%	16.95%	17.23%	18.49%
增长率						
主营业务收入增长率	14.26%	6.80%	5.16%	17.01%	24.80%	12.01%
EBIT增长率	20.21%	4.87%	15.99%	43.47%	21.56%	30.92%
净利润增长率	13.57%	2.42%	20.07%	38.20%	30.18%	25.65%
总资产增长率	13.42%	7.01%	9.89%	17.17%	19.86%	19.57%
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	22.8	21.0	17.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-66.89%	-43.31%	-66.16%	-65.26%	-70.10%	-76.46%
EBIT利息保障倍数	-37.9	-184.4	-60.1	-38.8	-36.9	-36.8
资产负债率	26.59%	24.40%	22.72%	21.86%	22.03%	20.46%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	23
增持	0	0	0	0	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.30

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
3	2017-05-02	买入	53.15	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为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