中国国旅（601888）

日上并表+三亚免税店景气提升，中报业绩增长 18%

买入（维持）

2017 年 8 月 6 日

证券分析师　　张艺
执业资格证书号码：S0600512070006
yjs_zhangy @dwzq.com.cn
010-66211134

投资要点

- **事件：公司公布 2017 年中期业绩快报。**报告期内公司实现营业收入 1,257,123.60 万元，同比增长 22.50%，实现归属净利润 130,892.76 万元，同比增长 18.26%。
- **业绩增长主要原因：（1）日上免税行（中免持股 51%）4 月起合并报表。**报告期内日上免税行贡献营业收入 13.62 亿元，占总营业收入的 10.83%；贡献归属净利润 0.52 亿元，占总体的 3.97%。日上免税行 2016 年度营业收入为 44.27 亿元，净利润 3.77 亿元。2017 年 1-2 月，日上免税行营业收入为人民币 9.24 亿元，实现净利润 0.61 亿元。我们预计日上免税行并表将增厚公司 2017 年归属净利润 1 亿-1.5 亿元左右。
- **市内免税店预期渐起。**中免中标首都机场后，北京市内店已经具备重新开业的条件（拥有机场提货点），目前公司已经成立市内店的筹备组。未来公司将积极争取市内店的国人购物政策，我们认为在国家鼓励海外消费回流的大背景下，国家在入境店、市内店、离岛免税方面的政策有望进一步放宽，市内店有望成为公司免税业务的一个重要增长点。
- **（2）原有业务稳健增长。**剔除日上免税行后，公司实现营业收入 112.09 亿元，同比增长 9.22%；实现归属净利润 12.57 亿元，同比增长 13.57%。
- **海南旅游市场景气提升，预计三亚免税店上半年营收同比增长约 25%，第二季度单季增长超 40%。**2017 年上半年，三亚市接待过夜游客 873.85 万人次，同比增长 11.78%，增速创近 5 年新高；三亚凤凰机场旅客吞吐量 994.08 万人次，同比增速 13%。2017 年 1-4 月，海南离岛免税销售额 31.76 亿元，销售商品 389 万件，已经基本达到 2016 年上半年销量。2017 年上半年，我们预计三亚免税店营收同比增长约 25%（收入 32 亿元左右），第二季度单季实现营收 11 亿元左右，同比增长超过 40%。预计随着 2018 年海棠湾亚特兰斯蒂度假村正式投入运营，将为三亚免税店带来更多客流。
- **香港机场项目签署正式协议，预计 2018 年开始贡献业绩。**2017 年 4 月 5 日，香港国际机场确认中免-拉格代尔有限公司（孙公司香港中免持股 80%，拉格代尔持股 20%）获得机场烟酒产品经营牌照。该牌照涉及 8 个店面总计约 3,400 平方米的经营面积，经营期限从 2017 年 11 月 18 日至 2024 年 9 月 30 日，公司将于 2017 年 11 月 18 日至 2018 年 5 月初陆续接收原运营商店铺，我们预计 2018 年香港机场将为中免贡献 20 亿元的收入。
- **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 1.07、1.56 和 1.74 元，PE（2017E）为 26.42 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**毛利率提升不及预期；免税行业政策变动风险；外部环境风险；市场风险；经营风险

股价走势

市场数据

收盘价（元）	28.34
一年最低价/最高价	27.73 /59.38
市净率（倍）	4.29
流通 A 股市值（百万元）	55333

基础数据

每股净资产（元）	6.61
资本负债率（%）	22.16
总股本（百万股）	1952
流通 A 股（百万股）	1952

相关研究

1. **2017.7.2《首都机场进入中标公示期，市内店预期渐起》**
2. **2017.5.1《高增长+高送转超预期，看好未来毛利率改善带来业绩提升》**
3. **2017.4.13《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》**
4. **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》**
5. **2016.4.24《加快“走出去”，培育新增长点》**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中国国旅盈利预测与估值摘要表

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	**13489.6**	**15334.4**	**18059.9**	**20628.7**
现金	8973.3	9826.3	11672.8	13782.5
应收款项	1179.9	1512.3	1883.7	2025.4
存货	2175.0	2615.8	2784.5	2972.5
其他	1161.5	1380.0	1718.9	1848.2
非流动资产	**3798.1**	**4316.3**	**4450.1**	**4582.5**
长期股权投资	245.9	274.9	304.9	334.9
固定资产	1648.8	2175.2	2316.1	2455.6
无形资产	1113.6	1076.5	1039.4	1002.3
其他	789.7	789.7	789.7	789.7
资产总计	**17287.7**	**19650.6**	**22510.0**	**25211.2**
流动负债	**3860.0**	**4722.8**	**5483.6**	**5851.0**
短期借款	133.6	133.6	133.6	133.6
应付账款	1315.2	1669.6	1777.3	1897.4
其他	2411.1	2919.6	3572.6	3820.1
非流动负债	**67.4**	**67.4**	**67.4**	**67.4**
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	67.4	67.4	67.4	67.4
负债总计	**3927.4**	**4790.3**	**5551.0**	**5918.5**
少数股东权益	760.9	1004.8	1273.1	1568.3
归属母公司股东权益	12599.4	13855.6	15685.8	17724.4
负债和股东权益总计	**17287.7**	**19650.6**	**22510.0**	**25211.2**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1936.5	2298.9	3389.3	3801.6
投资活动现金流	4633.8	-608.4	-322.6	-332.7
筹资活动现金流	-649.3	-837.5	-1220.2	-1359.1
现金净增加额	5998.3	853.0	1846.5	2109.7
折旧和摊销	157.0	176.2	188.8	200.3
资本开支	-71.1	-579.4	-292.6	-302.7
营运资本变动	2252.4	-214.9	-118.3	-91.6
企业自由现金流	4804.1	1702.4	3090.8	3503.4

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**22389.8**	**27600.0**	**34377.8**	**36964.0**
营业成本	16776.1	20177.1	21432.3	22878.0
营业税金及附加	250.4	276.0	343.8	369.6
营业费用	1807.5	2608.2	6394.3	6864.2
管理费用	1062.0	1444.7	1790.4	1922.3
财务费用	-41.5	-39.6	-46.4	-56.3
投资净收益	199.9	200.0	200.0	200.0
其他	-86.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	**2649.2**	**3333.6**	**4663.5**	**5186.2**
营业外净收支	22.3	0.0	0.0	0.0
利润总额	**2671.4**	**3333.6**	**4663.5**	**5186.2**
所得税费用	636.2	833.4	1165.9	1296.5
少数股东损益	227.0	406.5	447.2	491.9
归属母公司净利润	**1808.2**	**2093.7**	**3050.4**	**3397.7**
EBIT	2493.7	3094.0	4417.1	4929.9
EBITDA	2650.7	3270.2	4605.9	5130.2

重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益(元)	1.85	1.07	1.56	1.74
每股净资产(元)	12.91	7.10	8.04	9.08
发行在外股份（百万股）	976.2	1952.0	1952.0	1952.0
ROIC(%)	15.3%	25.9%	66.8%	71.5%
ROE(%)	14.4%	15.1%	19.4%	19.2%
毛利率(%)	25.1%	26.9%	37.7%	38.1%
EBIT Margin(%)	11.1%	11.2%	12.8%	13.3%
销售净利率(%)	8.1%	7.6%	8.9%	9.2%
资产负债率(%)	22.7%	24.4%	24.7%	23.5%
收入增长率(%)	5.2%	23.3%	24.6%	7.5%
净利润增长率(%)	20.1%	15.8%	45.7%	11.4%
P/E	15.30	26.42	18.14	16.28
P/B	2.20	2.00	1.76	1.56
EV/EBITDA	11.92	9.93	7.21	6.55

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

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%之间;

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