

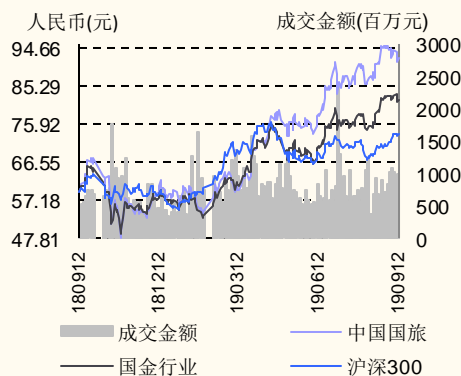
中国国旅 (601888.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 92.39 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,952.48
总市值 (百万元)	180,389.22
年内股价最高最低 (元)	95.57/86.80
沪深 300 指数	3972.38
上证指数	3031.24



相关报告

- 1.《中国国旅公司点评-免税表现符合预期,上海市内店或尝试境内游客...》, 2019.09.11
- 2.《中国国旅公司点评-汇率波动,港台出境承压,中国国旅业绩影响几...》, 2019.08.08
- 3.《中国国旅公司点评-中报业绩符合预期,国内消费潜力及海外回流贡...》, 2019.07.31
- 4.《中国国旅公司点评-投资打造海口免税综合体,海南免税市场有望进...》, 2019.07.17
- 5.《市内免税店的对标、借鉴和规模测算-国内免税消费跨入增量新时代》, 2019.06.13

楼枫焯 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005 (8621)60933978 loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 分析师 SAC 执业编号: S1130518080001 bianlijuan@gjzq.com.cn

控股股东股权划转至社保,长期看好公司免税赛道高表现

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	1.28	1.57	2.18	2.76	3.43
每股净资产 (元)	7.19	8.32	10.00	12.26	15.19
每股经营性现金流 (元)	1.49	1.33	3.12	3.44	4.22
市盈率 (倍)	34	38	42	33	27
净利润增长率 (%)	38.70%	21.83%	39.53%	26.52%	24.17%
净资产收益率 (%)	17.87%	18.82%	21.84%	22.53%	22.58%
总股本 (百万股)	1,952.48	1,952.48	1,952.48	1,952.48	1,952.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件概述

- 2019年9月12日公司发布公告,为贯彻落实《国务院关于印发划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》有关部署,积极稳妥做好划转工作,经财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委研究,决定将国务院国资委持有的中国旅游集团股权的10%一次性划转给社保基金会持有,本次无偿划转以2018年12月31日为划转基准日。

经营分析

- 控股股东股权划转至社保基金会,公司实控人未发生影响,加快推进划拨国有资本充实社保基金的进度:公司控股股东中国旅游集团10%股权一次性划转给社保基金会持有符合《国务院关于划转部分国有资本充实社保基金实施方案的同时》相关部署的,能够有利于改善国有企业法人治理节奏,增强社会保障的可持续性。社保基金承接国有股权能够通过划转国有资本,实现国企股权多元化,改善了公司治理水平,盘活公司控股股东旗下的多个资产,同时对于优质的资产也能够进行择优投资,整体对全社会保障和推动国企混改的有利影响较大。对目前中国国旅的上市主体来看实控人未发生变化,同时作为国内高增长的免税赛道的垄断企业能够在多个经营主体的带动下谋得更好的市场发展。
- 存量项目表现较为稳健,增量项目可期——19年上半年日上上海免税店实现免税收入73.77亿元,收入增量35.43亿元,归母净利润为3.2亿元 (VS 2018H1利润为2.15) (自2018年3月开始纳入合并报表);三亚海棠湾免税店实现免税业务收入51.81亿元/+22%,实现利润8.33亿元/+5.6%;首都机场免税店 (含T2和T3航站楼)实现免税业务收入43.65亿元/+20% (剔除T2、T3内部交易数据),日上中国实现利润0.95亿元;香港机场免税店实现免税业务收入12.96亿元/+26.5%;广州机场免税店实现免税业务收入8.44亿元/+66%。存量项目中三亚及首都机场增长较快,上海免税店因并表出现高增长,剔除并表时间影响增速超过30%,广州机场免税店因经营能力强化和扩容等影响实现高增长。河心岛项目预计今年年末实现开业,投资128.6亿元建设海口免税城,北京、大连、青岛、厦门、上海等市内免税店相继开业,上海免税店或实行境内游客出境前店内预订、机场提货模式。
- 投资逻辑——短期来看19年市内免税店开放预期及政策调整预期落地,国内消费潜力挖掘及海外消费回流在中免国内机场或口岸免税的沉淀,存量项目增长维持良性。长期来看免税场景及国际化持续扩张,政策性利好 (扶持免税打击代购)和消费回流的支持。

盈利预测及投资建议

- 不考虑剥离旅行社业务情况下19-21E业绩42.6/54/67亿元,增速40%/26%/25%,EPS2.2/2.8/3.4元,PE42/33/27倍,维持买入评级。

风险提示

- 毛利率提升不及预期;市内免税店不及预期;国内放开免税经营权;人民币汇率持续贬值;受经济疲软影响存量免税店表现不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	22,390	28,282	47,007	43,664	54,573	67,151	货币资金	8,973	11,484	11,289	15,530	20,853	27,929
增长率		26.3%	66.2%	-7.1%	25.0%	23.0%	应收账款	1,180	1,579	1,545	1,316	1,645	2,024
主营业务成本	-16,776	-19,848	-27,518	-19,808	-24,467	-30,045	存货	2,175	3,218	5,943	5,427	6,703	8,231
%销售收入	74.9%	70.2%	58.5%	45.4%	44.8%	44.7%	其他流动资产	1,161	811	800	506	599	711
毛利	5,614	8,434	19,489	23,857	30,106	37,106	流动资产	13,490	17,092	19,578	22,779	29,800	38,895
%销售收入	25.1%	29.8%	41.5%	54.6%	55.2%	55.3%	%总资产	78.0%	81.7%	72.9%	74.0%	78.5%	82.8%
营业税金及附加	-250	-341	-659	-611	-764	-940	长期投资	552	513	505	504	504	504
%销售收入	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	1,649	1,740	2,765	2,911	3,110	3,059
营业费用	-1,807	-3,529	-11,601	-15,283	-19,374	-23,839	%总资产	9.5%	8.3%	10.3%	9.5%	8.2%	6.5%
%销售收入	8.1%	12.5%	24.7%	35.0%	35.5%	35.5%	无形资产	1,387	1,313	2,361	3,932	3,892	3,861
管理费用	-1,062	-1,082	-1,601	-1,310	-1,637	-2,015	非流动资产	3,798	3,840	7,269	7,998	8,156	8,075
%销售收入	4.7%	3.8%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	22.0%	18.3%	27.1%	26.0%	21.5%	17.2%
息税前利润 (EBIT)	2,494	3,482	5,628	6,653	8,331	10,313	资产总计	17,288	20,932	26,847	30,776	37,956	46,970
%销售收入	11.1%	12.3%	12.0%	15.2%	15.3%	15.4%	短期借款	134	102	289	0	0	0
财务费用	41	143	7	192	273	366	应付款项	2,867	4,061	5,619	5,669	7,044	8,655
%销售收入	-0.2%	-0.5%	0.0%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	其他流动负债	860	1,591	1,885	2,009	2,377	2,806
资产减值损失	-86	4	-298	0	0	0	流动负债	3,860	5,754	7,793	7,679	9,421	11,460
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	200	202	51	50	50	50	其他长期负债	67	167	470	402	426	453
%税前利润	7.5%	5.3%	1.0%	0.7%	0.6%	0.5%	负债	3,927	5,921	8,263	8,081	9,847	11,914
营业利润	2,649	3,831	5,387	6,895	8,654	10,729	普通股股东权益	12,599	14,033	16,235	19,523	23,941	29,663
营业利润率	11.8%	13.5%	11.5%	15.8%	15.9%	16.0%	少数股东权益	761	978	2,349	3,173	4,168	5,394
营业外收支	22	-19	-90	-20	-20	-20	负债股东权益合计	17,288	20,932	26,847	30,776	37,956	46,970
税前利润	2,671	3,811	5,297	6,875	8,634	10,709							
利润率	11.9%	13.5%	11.3%	15.7%	15.8%	15.9%	比率分析						
所得税	-636	-900	-1,401	-1,787	-2,245	-2,784		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	23.8%	23.6%	26.4%	26.0%	26.0%	26.0%	每股指标						
净利润	2,035	2,912	3,896	5,087	6,389	7,924	每股收益	1.852	1.285	1.565	2.184	2.763	3.431
少数股东损益	227	404	840	824	995	1,226	每股净资产	12.906	7.187	8.315	9.999	12.262	15.192
归属于母公司的净利润	1,808	2,508	3,056	4,264	5,394	6,698	每股经营现金净流	1.890	1.494	1.333	3.119	3.439	4.215
净利率	8.1%	8.9%	6.5%	9.8%	9.9%	10.0%	每股股利	1.000	0.520	0.000	0.500	0.500	0.500
							回报率						
							净资产收益率	14.35%	17.87%	18.82%	21.84%	22.53%	22.58%
							总资产收益率	10.46%	11.98%	11.38%	13.85%	14.21%	14.26%
							投入资本收益率	14.08%	17.60%	21.79%	21.58%	21.84%	21.69%
							增长率						
							主营业务收入增长率	5.16%	26.32%	66.21%	-7.11%	24.98%	23.05%
							EBIT增长率	15.99%	39.64%	61.62%	18.22%	25.23%	23.78%
							净利润增长率	20.07%	38.70%	21.83%	39.53%	26.52%	24.17%
							总资产增长率	9.89%	21.08%	28.26%	14.63%	23.33%	23.75%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	15.1	12.0	7.5	6.0	6.0	6.0
							存货周转天数	43.7	49.6	60.8	100.0	100.0	100.0
							应付账款周转天数	28.2	32.9	34.0	50.0	50.0	50.0
							固定资产周转天数	24.5	18.4	15.0	14.9	12.6	9.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-66.16%	-75.82%	-59.19%	-68.43%	-74.19%	-79.67%
							EBIT利息保障倍数	-60.1	-24.4	-806.0	-34.7	-30.5	-28.2
							资产负债率	22.72%	28.29%	30.78%	26.26%	25.94%	25.36%

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	1	23	46	61	98
增持	0	6	15	20	29
中性	1	2	3	4	7
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.32	1.33	1.33	1.32

来源：朝阳永续

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。

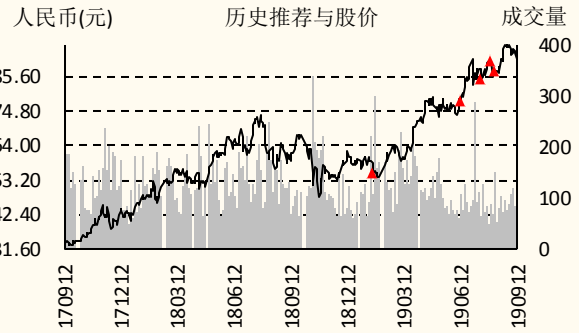
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-01-24	买入	59.11	N/A
2	2019-03-10	买入	59.55	N/A
3	2019-04-28	买入	77.30	N/A
4	2019-06-13	买入	79.05	100.00~100.00
5	2019-07-17	买入	86.20	N/A
6	2019-07-31	买入	89.94	N/A
7	2019-08-08	买入	86.20	N/A
8	2019-09-01	买入	95.48	N/A

来源：国金证券研究所



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH