

公司研究/季报点评

2019年10月30日

社会服务/旅游综合 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 91.93  
合理价格区间(元): 104.00~109.20

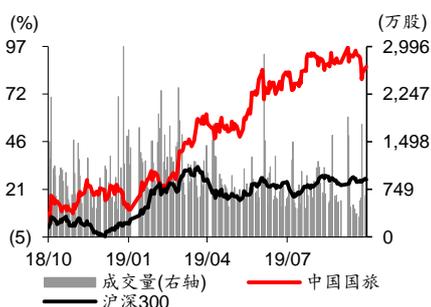
**梅昕** 执业证书编号: S0570516080001  
研究员 021-28972080  
meixin@htsc.com

**孙丹阳** 执业证书编号: S0570519010001  
研究员 021-28972038  
sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1《中国国旅(601888 SH,买入): 公司免税收入维持高增长》2019.09
- 2《中国国旅(601888,买入): Q2 利润增长略超预期》2019.08
- 3《中国国旅(601888,买入): 海口免税城方案如期推出》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## Q3 免税收入较快增长

### 中国国旅(601888)

#### Q3 免税收入持续较快增长, 行业景气度延续

19Q1-Q3 收入 335.84 亿元/+4.35%, 归母净利润 41.96 亿元/+55.09%, 扣非归母净利润 34.17 亿元/+26.9%。Q3 收入 112.40 亿元/-13.65% (主要受剥离旅行社影响), 归母净利润 9.16 亿元/+16.57%。Q3 毛利率 51.4%, 环比 Q2 下降 1.7pct, 估计主要受促销活动增加影响。Q3 期间费用率 36.88%, 环比 Q2 略增 0.42pct, 其中销售费用率 33.34% (环比-0.09pct), 管理费用率 3.04% (环比+0.4pct), 财务费用率 0.5% (环比+0.11pct)。我国免税市场发展潜力较大, 公司免税龙头地位巩固, 有望持续享受行业红利, 预计 19-21 年 EPS2.6/2.65/3.33 元, 目标价 104-109.2 元, 维持买入。

#### 海棠湾加大促销, 增长提速; 机场免税受多因素影响收入增速放缓

剔除剥离旅行社业务 (19 年不再并表) 及日上上海并表影响 (18 年 3 月起并表), 估计 Q3 内生收入增长 15%-20%。据海口海关, Q3 海南离岛免税销售额 26.78 亿元/+36.5%, 三亚海棠湾免税销售额 20.52 亿元/+34.38% (H1+29%), 9 月海棠湾加大促销力度, 三季度表现靓丽。Q3 上海机场地区旅客同比下滑 13%, 日上上海受赴港游客减少、台风天气等影响, 估计收入增速较 H1 (增速超 30%) 放缓。首都机场 Q3 国外航线客流同比基本持平 (+0.42%), 估计日上中国 (H1+25%) 增速亦有放缓。广州白云机场 19H1 免税收入 8.44 亿/+193%, 估计 Q3 亦维持较靓丽表现。

#### 市内免税店政策有望落地, 持续整合国内外免税版图

19 年 1 月公司托管的海口、博鳌店开业, 据海口海关, 海口美兰机场、日月广场、博鳌免税店销售额分别达 16.2 亿元、5.4 亿元和 0.5 亿元, 后续增量可期。5 月北京/青岛/厦门/大连市免税店开业, 8 月上海店开业, 市内免税店政策有望落地, 打开增长新空间。9 月中免公司在港首家免税美妆旗舰店 cdf Beauty 开业, 短期香港零售市场可能持续承压, 预计对公司业绩增量贡献有限。中长期来看, 此店面以及明年即将开业的澳门上葡京免税店, 有望与香港、澳门国际机场免税业务形成良好互补效应。

#### 免税龙头优势地位不断巩固, 维持买入评级

国际中高端化妆品集团通过免税、电商渠道加大中国消费者触达、群体渗透。近期电商平台活动力度加大, 部分高端香化零售价格低于免税, 对市场情绪有所影响。我们认为电商补贴难以持续, 长期来看, 免税渠道对于品牌商销售费用少, 对消费者价格、保真优势明显, 会持续享受国内化妆品高端升级红利。预计 19-21 年 EPS2.6/2.65/3.33 元, 公司近 5 年历史平均 PE38 倍, 中免龙头地位巩固, 综合实力突出, 后续在进境免税店招标中优势彰显, 北京/上海市内店分别于 5 月/8 月开业, 若对国人开放有望打开新空间。给予 19 年 40-42 倍 PE, 目标价 104-109.2 元, 维持买入。

风险提示: 人民币大幅贬值影响毛利率; 出境游客流低于预期; 宏观经济低于预期居民消费支出大幅下滑。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,952
流通 A 股 (百万股)	1,952
52 周内股价区间 (元)	49.72-97.10
总市值 (百万元)	179,491
总资产 (百万元)	29,194
每股净资产 (元)	9.98

资料来源: 公司公告

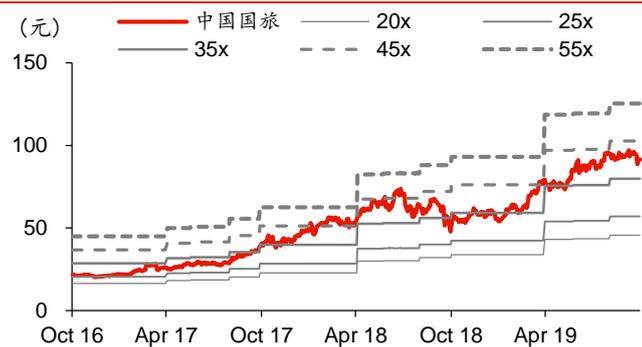
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	28,282	47,007	47,334	56,749	74,730
+/-%	26.32	66.21	0.70	19.89	31.68
归属母公司净利润 (百万元)	2,531	3,095	5,084	5,171	6,510
+/-%	39.96	22.29	64.28	1.72	25.88
EPS (元, 最新摊薄)	1.30	1.59	2.60	2.65	3.33
PE (倍)	73.66	60.24	36.67	36.05	28.64

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

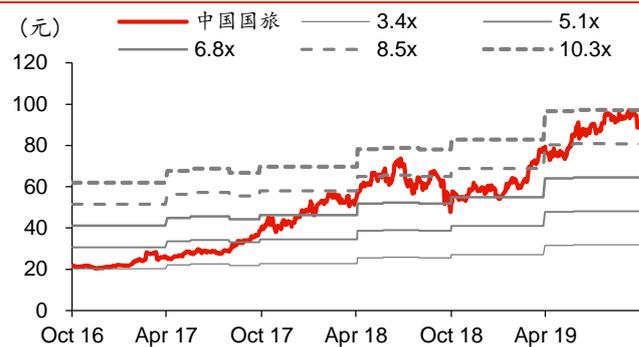
**PE/PB - Bands**

图表1: 中国国旅历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 中国国旅历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	17,092	19,578	23,748	29,481	37,531
现金	11,484	11,289	17,794	22,453	28,405
应收账款	946.48	978.57	2,086	2,505	3,297
其他应收账款	697.57	606.91	663.43	793.82	1,045
预付账款	707.20	693.36	816.18	942.97	1,210
存货	3,218	5,943	2,311	2,718	3,494
其他流动资产	38.84	66.94	77.88	69.17	80.51
非流动资产	3,840	7,269	6,491	6,582	6,614
长期投资	302.83	284.33	298.55	313.48	329.15
固定投资	1,426	1,932	2,403	2,635	2,744
无形资产	1,092	1,202	1,178	1,152	1,125
其他非流动资产	1,020	3,851	2,611	2,481	2,416
资产总计	20,932	26,847	30,239	36,063	44,145
流动负债	5,754	7,793	5,281	5,875	7,444
短期借款	102.07	289.05	174.91	188.68	217.55
应付账款	2,264	2,859	2,143	2,399	3,175
其他流动负债	3,387	4,645	2,963	3,287	4,052
非流动负债	167.37	469.77	281.11	323.20	341.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	167.37	469.77	281.11	323.20	341.76
负债合计	5,921	8,263	5,562	6,198	7,786
少数股东权益	978.17	2,349	3,358	4,568	6,020
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
资本公积	3,842	3,844	3,844	3,844	3,844
留存公积	8,335	10,414	15,523	19,501	24,543
归属母公司股东权益	14,033	16,235	21,319	25,297	30,339
负债和股东权益	20,932	26,847	30,239	36,063	44,145

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	3,017	2,722	5,427	6,236	7,779
净利润	2,935	3,935	6,093	6,381	7,962
折旧摊销	257.50	370.99	275.42	323.02	356.80
财务费用	(142.87)	(6.98)	(6.80)	(18.18)	(11.56)
投资损失	(201.80)	(50.63)	(919.76)	(50.00)	(52.50)
营运资金变动	177.34	(1,775)	202.23	(440.66)	(551.87)
其他经营现金	(7.59)	248.67	(216.34)	39.99	76.52
投资活动现金	1,454	(1,906)	1,228	(415.92)	(400.45)
资本支出	293.91	1,582	330.00	346.50	363.83
长期投资	(467.11)	(8.52)	104.02	38.06	6.27
其他投资现金	1,281	(332.76)	1,662	(31.37)	(30.35)
筹资活动现金	(1,896)	(1,149)	(150.79)	(1,161)	(1,427)
短期借款	(31.55)	186.98	(114.14)	13.76	28.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	976.24	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(975.59)	1.60	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,865)	(1,337)	(36.65)	(1,174)	(1,456)
现金净增加额	2,523	(246.64)	6,504	4,659	5,952

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,282	47,007	47,334	56,749	74,730
营业成本	19,848	27,518	21,823	25,322	32,437
营业税金及附加	340.86	659.36	804.68	964.74	1,270
营业费用	3,529	11,601	15,857	19,893	27,650
管理费用	1,082	1,601	1,515	1,969	2,645
财务费用	(142.87)	(6.98)	(6.80)	(18.18)	(11.56)
资产减值损失	(3.82)	298.31	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	201.80	50.63	919.76	50.00	52.50
营业利润	3,853	5,426	8,211	8,618	10,741
营业外收入	39.25	25.35	30.13	30.05	29.29
营业外支出	58.53	115.60	127.16	139.88	153.86
利润总额	3,834	5,336	8,114	8,509	10,616
所得税	899.65	1,401	2,022	2,127	2,654
净利润	2,935	3,935	6,093	6,381	7,962
少数股东损益	403.79	840.41	1,008	1,210	1,452
归属母公司净利润	2,531	3,095	5,084	5,171	6,510
EBITDA	3,968	5,790	8,480	8,923	11,086
EPS (元, 基本)	1.30	1.59	2.60	2.65	3.33

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	26.32	66.21	0.70	19.89	31.68
营业利润	45.45	40.81	51.33	4.96	24.62
归属母公司净利润	39.96	22.29	64.28	1.72	25.88
获利能力 (%)					
毛利率	29.82	41.46	53.90	55.38	56.59
净利率	8.95	6.58	10.74	9.11	8.71
ROE	18.03	19.06	23.85	20.44	21.46
ROIC	79.20	65.36	115.11	111.68	128.67
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.29	30.78	18.39	17.19	17.64
净负债比率 (%)	1.72	3.50	3.14	3.04	2.79
流动比率	2.97	2.51	4.50	5.02	5.04
速动比率	2.40	1.72	4.05	4.54	4.56
营运能力					
总资产周转率	1.48	1.97	1.66	1.71	1.86
应收账款周转率	28.90	45.74	29.39	23.82	24.81
应付账款周转率	11.09	10.74	8.72	11.15	11.64
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.30	1.59	2.60	2.65	3.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.55	1.39	2.78	3.19	3.98
每股净资产(最新摊薄)	7.19	8.32	10.92	12.96	15.54
估值比率					
PE (倍)	73.66	60.24	36.67	36.05	28.64
PB (倍)	13.28	11.48	8.74	7.37	6.14
EV_EBITDA (倍)	44.35	30.40	20.76	19.72	15.88

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com