



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2019-10-29

公司点评报告

买入/维持

中国国旅(601888)

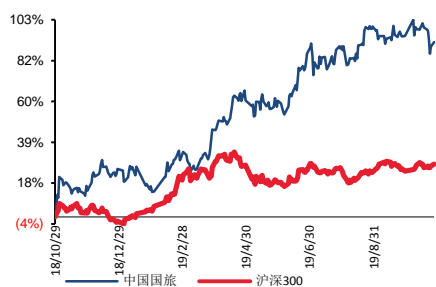
目标价: 115

昨收盘: 91.57

可选消费 消费者服务 II

三季度报点评：业绩稳健增长 免税龙头强者恒强

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,952/1,952
总市值/流通(百万元)	178,788/178,788
12个月最高/最低(元)	97.10/48.12

相关研究报告：

中国国旅(601888)《中国国旅中报点评：业绩符合预期 免税业务增长强劲》—2019/09/01

中国国旅(601888)《中国国旅点评报告：剥离国旅总社 聚焦免税业务》—2018/12/25

中国国旅(601888)《离岛免税购物限额提升至三万元》—2018/11/28

证券分析师：王湛

电话：010-88321716

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517100003

事件：公司发布2019年三季度报，报告期内公司实现营业总收入355.84亿元/+4.35%；实现归母净利润41.96亿元/+55.09%；实现归母扣非净利润34.17亿元/+26.9%。其中Q3实现营业收入112.4亿元/-13.65%，实现归母净利润9.16亿元/+16.57%，实现归母扣非净利润9.17亿元/+17.24%。

免税收入保持快速增长。Q3公司营收负增长主要受到2月份国旅总社出表的影响，扣除旅游业务影响后估算公司Q3营收增速24%，净利润增速17%，基本符合预期。从各项目看，Q3三亚离岛免税销售额20.8亿/+33.3%，继续保持高增速；上海机场由于香港、台湾等目的地影响增速放缓，预计Q3收入增速15%；首都机场收入保持约10%左右的增长；白云机场由于扩容以及经营能力提升持续保持高速增长，香港机场预计受客流下降影响有一定亏损。

整体毛利率同比大幅提升，免税业务毛利率微降。受低毛利率的旅游业务出表以及销售规模提升议价能力增强的影响，Q3公司整体毛利率51.4%/+9.76pct，环比2019Q2的53.11%略有下滑，预计受汇率变动导致的进货成本上升以及大兴机场、上海浦东机场卫星厅开业成本影响。

销售费用率大幅提升，管理费用率下降。受浦东机场新合同期及公司业务结构调整影响，前三季度公司销售费率31.25%/+7.22pct；公司管理效率持续优化，管理费用率2.55%/-0.4pct，财务费用率0.19%/+0.05pct。其中，Q3公司销售费率33.34%/+7.73pct；管理费用率3.04%/-0.3pct；财务费用率0.5%/+0.03pct。

投资建议：中国国旅免税牌照壁垒高，免税规模迅速提升，规模效应逐渐兑现。贸易战背景下国家拉动消费，吸引海外消费回流的需求日趋强烈，国人市内免税政策有望加速落地。公司未来的看点集中在市内免税店的政策松绑、海免注入及海外市场拓展，继续推荐中国国旅。预计2019-2021年EPS分别为2.55\2.7\3.11元，对应PE分别为36X\34X\30X，推荐买入。

风险提示：宏观经济波动导致的购买力下滑，国家免税政策落地不计预期，恶劣天气及事件性因素导致的购物人数下滑等。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	46927	46238	57017	65937
(+/-%)	68.2%	-1.5%	23.3%	15.6%
净利润(百万元)	3196	4979	5273	6079
(+/-%)	26.3%	55.8%	5.9%	15.3%
摊薄每股收益(元)	1.64	2.55	2.7	3.11
市盈率(PE)	38	36	34	30

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com

华南销售

张文婷

18820150251

zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。