

中国国旅 (601888) \ 休闲服务

——机场租赁费高增，扣非后归母净利润增速放缓

事件：公司近日发布2019年第三季度报告，前三季度实现营业收入355.84亿元，同比增长4.35%，实现归属于上市公司股东的净利润41.96亿元，同比增长55.09%，扣非后归母净利润增长26.9%。

投资要点：

➤ **机场免税店租赁费增加带来销售费用大幅增长。**今年前三季度，公司的销售费用高达111.2亿元(2018年全年销售费用为116亿元)，同比大幅增长35.72%，主要是机场租赁费增加所致。其中，白云机场T2航站楼出境免税店去年4月开业、香港机场免税店去年7月份开业、浦东机场T1航站楼进出境免税店今年5月份开业。

➤ **海南离岛免税销售额稳增。**2019年前三季度，在离岛免税政策第五次调整等利好的影响和带动下，海南离岛免税购物继续保持快速发展势头。免税品共销售1276万件，与去年同期相比(下同)增长29.2%；购物人数268万人次，增长29.7%；销售金额92.6亿元，增长28.4%。

➤ **香港机场免税店四季度压力持续。**香港机场一共八家烟酒免税店，分布于香港国际机场一号及二号客运大楼的离境层及抵港层，面积总计3400平方米，烟酒产品的客单价相对较高。受到香港暴力冲突事件的持续影响，内地赴港游客人次7月、8月同比分别下降了5.5%和42.3%，香港机场免税店上半年高增的态势难以持续。

➤ **布局海口再下一城，海港免税综合体面临发展机遇。**2018年海口市共接待旅游总人数2670.9万人次，实现旅游总收入298.1亿元，增长12.1%，旅游业蓬勃发展。项目毗邻新海港码头，与航站楼无缝对接，是港口离岛旅客必经之路，2018年，海口港进出口客流量总量达1043.3万人次，拥有大量的潜在顾客。参考三亚发展模式，海口离岛免税销售额空间巨大。

➤ **维持“推荐”评级。**我们预计公司2019年至2021年的EPS分别为2.23元、2.49元和3.08元，对应当前股价PE分别为40倍、36倍和29倍。

➤ **风险提示：**免税行业政策性风险、海南游客不达预期的风险。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	28,282.29	47,007.32	43,972.50	53,720.10	64,912.50
增长率(%)	26.32%	66.21%	-6.46%	22.17%	20.83%
EBITDA(百万元)	3,906.28	5,414.32	7,250.02	8,299.61	10,179.68
净利润(百万元)	2,530.76	3,094.75	4,360.40	4,855.75	6,019.66
增长率(%)	39.96%	22.29%	40.90%	11.36%	23.97%
EPS(元/股)	1.30	1.59	2.23	2.49	3.08
市盈率(P/E)	69.55	56.88	40.37	36.25	29.24
市净率(P/B)	12.54	10.84	8.55	6.92	5.59
EV/EBITDA	44.93	33.00	24.86	21.78	17.74

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：**91.93元**

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,952/1,952
流通A股市值(百万元)	179,491
每股净资产(元)	9.46
资产负债率(%)	23.53
一年内最高/最低(元)	98.27/47.90

一年内股价相对走势



钱建 分析师
 执业证书编号：S0590515040001
 电话：0510-85613752
 邮箱：qj@glsc.com.cn

江甜丽 研究助理
 电话：051082832787
 邮箱：jiangtl@glsc.com.cn

相关报告

- 《中国国旅(601888)\休闲服务行业》
《免税商品销售额高增，机场渠道增量贡献加大》
- 《中国国旅(601888)\休闲服务行业》
《高增长趋势延续，内生+外延贡献增量》
- 《中国国旅(601888)\休闲服务行业》
《剥离旅游服务业务，掘金离岛免税》

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	10,117.	9,577.3	13,191.	16,231.	21,376.	营业收入	28,282.	47,007.	43,972.	53,720.	64,912.
应收账款+票据	1,578.8	1,545.4	1,532.3	1,774.9	1,789.2	营业成本	19,848.0	27,518.3	22,909.6	27,665.8	33,624.6
预付账款	707.20	693.36	699.22	982.47	1,061.4	营业税金及附加	340.86	659.36	546.20	667.28	806.30
存货	3,217.8	5,943.1	7,533.1	8,740.8	11,038.	营业费用	3,528.70	11,600.6	12,752.0	15,578.8	18,370.2
其他	36.14	66.86	66.86	66.86	66.86	管理费用	1,082.44	1,601.12	1,451.09	1,719.04	2,142.11
流动资产合计	15,657.	17,826.	23,023.	27,796.	35,332.	财务费用	-142.87	-6.98	55.27	12.14	-50.02
长期股权投资	302.83	284.33	364.33	444.33	524.33	资产减值损失	-3.82	298.31	50.00	50.00	50.00
固定资产	1,425.7	1,932.1	2,536.5	2,877.7	2,618.9	公允价值变动	22.73	39.10	0.00	0.00	0.00
在建工程	314.23	833.13	600.00	500.00	1,100.0	投资净收益	109.07	41.02	836.00	80.00	80.00
无形资产	1,091.8	1,202.0	1,125.8	1,049.5	973.34	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	473.34	2,640.6	2,878.0	3,215.4	3,452.8	营业利润	3,760.75	5,416.64	7,044.24	8,106.96	10,049.1
非流动资产合计	3,607.9	6,892.2	7,504.6	8,087.0	8,669.4	营业外净收益	73.45	-80.64	-29.09	-29.09	-29.09
资产总计	19265.1	24718.4	30528.0	35883.9	44001.5	利润总额	3,834.20	5,336.00	7,015.15	8,077.87	10,020.1
短期借款	102.07	289.05	668.49	0.00	0.00	所得税	899.65	1,400.84	1,470.64	1,903.49	2,365.75
应付账款+票据	2,264.2	2,859.4	2,200.0	2,600.0	2,400.0	净利润	2,934.55	3,935.16	5,544.52	6,174.38	7,654.36
其他	1,797.2	2,787.4	3,332.5	2,823.7	3,486.9	少数股东损益	403.79	840.41	1,184.11	1,318.63	1,634.70
流动负债合计	4,163.6	5,935.9	6,201.0	5,423.7	5,886.9	归属于母公司	2,530.76	3,094.75	4,360.40	4,855.75	6,019.66
长期带息负债	38.11	41.16	41.16	0.00	0.00						
长期应付款	2.91	1.43	1.43	1.43	1.43						
其他	49.28	155.56	155.56	155.56	155.56						
非流动负债合计	90.30	198.15	198.15	156.99	156.99						
负债合计	4,253.9	6,134.0	6,399.1	5,580.7	6,043.9						
少数股东权益	978.17	2,349.0	3,533.1	4,851.7	6,486.4						
股本	1,952.4	1,952.4	1,952.4	1,952.4	1,952.4						
资本公积	3,842.2	3,843.8	3,843.8	3,843.8	3,843.8						
留存收益	8,238.4	10,439.	14,799.	19,655.	25,674.						
股东权益合计	15,011.	18,584.	24,128.	30,303.	37,957.						
负债和股东权益	19265.1	24718.4	30528.0	35883.9	44001.5						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	2,733.4	3,884.9	4,730.6	6,116.5	7,596.5
折旧摊销	257.50	370.99	317.61	347.61	347.61
财务费用	-76.09	91.84	-82.75	-125.88	-188.04
存货减少	-184.52	-2,750.	-1,590.	-1,207.	-2,297.
营运资金变动	361.86	975.77	-107.11	-634.56	369.88
其它	-32.48	435.12	50.00	50.00	50.00
经营活动现金流	3,059.6	3,007.9	3,318.4	4,545.9	5,878.5
资本支出	293.91	1,581.7	600.00	500.00	600.00
长期投资	6,443.3	396.88	300.00	400.00	300.00
其他	8,191.1	72.64	733.83	-22.17	-22.17
投资活动现金流	1,453.8	-1,905.	-166.17	-922.17	-922.17
债权融资	-29.94	178.94	379.44	-709.65	0.00
股权融资	25.61	106.08	0.00	0.00	0.00
其他	-1,891.	-1,433.	82.75	125.88	188.04
筹资活动现金流	-1,896.	-1,148.	462.19	-583.77	188.04
现金净增加额	2,565.2	39.05	3,614.4	3,040.0	5,144.4

主要财务比					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	26.32%	66.21%	-6.46%	22.17%	20.83%
EBIT	43.42%	38.22%	37.46%	14.71%	23.64%
EBITDA	39.88%	38.61%	33.90%	14.48%	22.65%
归属于母公司	20.07%	22.29%	40.90%	11.36%	23.97%
获利能力					
毛利率	29.82%	41.46%	47.90%	48.50%	48.20%
净利率	10.38%	8.37%	12.61%	11.49%	11.79%
ROE	18.03%	19.06%	21.17%	19.08%	19.13%
ROIC	23.27%	27.70%	29.10%	24.56%	24.96%
偿债能力					
资产负债	22.08%	24.82%	20.96%	15.55%	13.74%
流动比率	3.76	3.00	3.71	5.13	6.00
速动比率	2.98	1.99	2.49	3.50	4.12
营运能力					
应收账款周转	29.80	48.03	44.87	55.96	68.19
存货周转率	6.17	4.63	3.04	3.17	3.05
总资产周转率	1.47	1.90	1.44	1.50	1.48
每股指标(元)					
每股收益	1.30	1.59	2.23	2.49	3.08
每股经营现金	1.57	1.54	1.70	2.33	3.01
每股净资产	7.19	8.32	10.55	13.04	16.12
估值比率					
市盈率	69.55	56.88	40.37	36.25	29.24
市净率	12.54	10.84	8.55	6.92	5.59
EV/EBITDA	44.93	33.00	24.86	21.78	17.74
EV/EBIT	48.10	35.43	26.00	22.73	18.37

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210