

# 离岛免税继续表现靓丽，长期仍旧看好免税成长空间

## ——中国国旅(601888.SH) 2019年三季度报点评

公司简报

◆**业绩符合预期, Q3 业绩增速有所放缓:**前三季度营收 355.48 亿/+4.35%, 净利 41.96 亿/+55.09%, 扣非净利 34.17 亿元/+26.90%, 增速差异主要因剥离旅行社产生约 7 亿投资收益, EPS2.15 元。其中, Q3 营收 112.40 亿/-13.65%, 基本与 Q2 增速持平, 净利 9.16 亿/+16.57%, 较 Q2 增速(+28.21%) 放缓, 考虑去年 Q3 旅行社贡献约 2800 万左右利润, Q3 免税业务业绩估计增速为 21% 左右, 符合预期, 增速放缓主要因销售费用增长、香港事件、新开市内店费用等影响所致。

Q3 毛利率 51.4%/+9.75pct, 主要因低毛利率旅行社业务剥离影响, 环比-1.71pct, 除因季节因素影响, 也与人民币贬值以及加大促销力度有关。三费中, 销售费率 31.25%/+7.22pct, 因开展机场免税业务(今年 1 月 1 日浦东机场 T2 和虹桥采取新扣点, 北京机场去年 2 月 11 日开始新扣点) 导致租赁费增加及薪酬增加; 管理费率 2.55%/-0.40pct, 财务费率 0.19%/+0.05pct。

◆**离岛免税增长靓丽, 京沪机场免税增速有所放缓:**离岛免税业务继续表现靓丽, 今年前三季度海南整体离岛免税销售额 92.6 亿/+28.4%, 其中三亚海棠湾免税销售额 70.5 亿, 三亚免税店整体收入增速在 30%+。京沪机场免税业务受宏观经济与香港事件影响, 增长较上半年有所放缓, 三季度增速为 10%~15%。香港机场烟酒免税标段因相关事件影响预计继续亏损, 广州机场仍保持今年以来的高速增长势头, 三季度同比增速仍超 100%。

◆**离岛免税仍有期待, 关注国人市内政策落地:**免税业务三季度整体增速有所放缓, 但受益于牌照垄断以及化妆品行业的高景气度, 增速仍相对较高。海免今年 2 月注入集团后, 未来存在注入上市公司预期, 其旗下美兰机场+海口免税今年前三季度营收超 21 亿, 若能注入有望支撑未来业绩增长。另外目前 5 地市内店已开业, 假如未来对国人的市内免税政策放开, 将重塑国内免税市场成长空间。

◆**盈利预测:**目前公司仍处于高速发展时期, 我们看好公司未来发展。考虑到香港事件以及其他新开店前期费用影响我们下调 19-20 年 EPS 为 2.30、2.58 元, 维持 21 年 EPS 为 2.97 元, 对应 19-21 年 PE 为 39/35/30 倍, 考虑免税市场长期空间广阔, 维持“增持”评级。

◆**风险提示:**经济下行、毛利率增长不及预期、免税政策落地不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	28,282	47,007	44,431	53,024	61,369
营业收入增长率	26.32%	66.21%	-5.48%	19.34%	15.74%
净利润(百万元)	2,531	3,095	4,491	5,039	5,791
净利润增长率	39.96%	22.29%	45.12%	12.20%	14.93%
EPS(元)	1.30	1.59	2.30	2.58	2.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.03%	19.06%	22.85%	21.99%	21.63%
P/E	70	57	39	35	30
P/B	12.5	10.8	9.0	7.7	6.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 10 月 31 日

## 增持(维持)

### 分析师

谢宁铃 (执业证书编号: S0930512060002)  
021-52523873  
[xienl@ebsecn.com](mailto:xienl@ebsecn.com)

### 联系人

李泽楠  
021-52523875  
[lizn@ebsecn.com](mailto:lizn@ebsecn.com)

### 市场数据

总股本(亿股): 19.52  
总市值(亿元): 1760.16  
一年最低/最高(元): 50.62/98.27  
近 3 月换手率: 24.12%

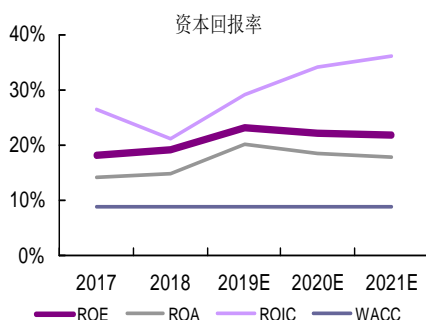
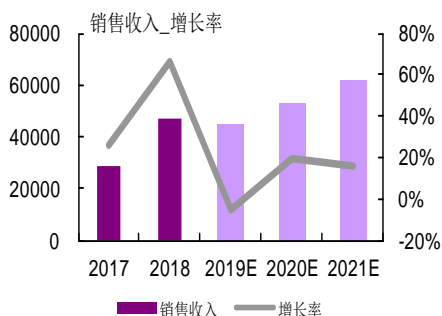
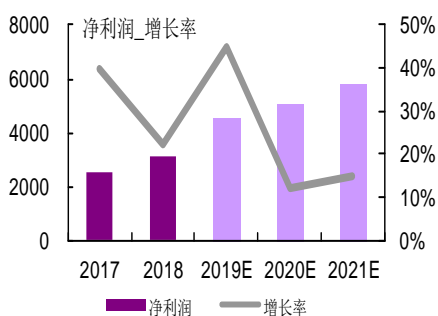
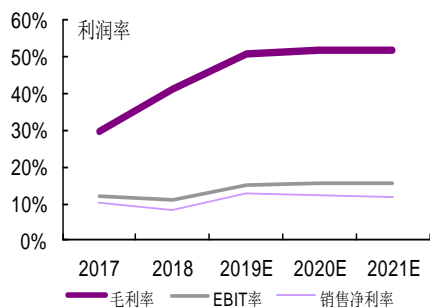
### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.86	-0.08	57.80
绝对	-2.86	0.46	82.91

资料来源: Wind



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>28,282</b>	<b>47,007</b>	<b>44,431</b>	<b>53,024</b>	<b>61,369</b>
营业成本	19,848	27,518	21,771	25,452	29,457
折旧和摊销	257	371	500	511	520
营业税费	341	659	622	742	859
销售费用	3,529	11,601	14,218	16,968	19,638
管理费用	1,082	1,601	1,422	1,697	1,964
财务费用	-143	-7	-131	-291	-408
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	202	51	980	100	100
<b>营业利润</b>	<b>3,853</b>	<b>5,426</b>	<b>7,724</b>	<b>8,550</b>	<b>9,952</b>
<b>利润总额</b>	<b>3,834</b>	<b>5,336</b>	<b>7,758</b>	<b>8,585</b>	<b>9,988</b>
少数股东损益	404	840	1,250	1,400	1,600
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,531</b>	<b>3,095</b>	<b>4,491</b>	<b>5,039</b>	<b>5,791</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>20,932</b>	<b>26,847</b>	<b>28,824</b>	<b>35,125</b>	<b>41,960</b>
流动资产	17,092	19,578	23,051	29,755	37,025
货币资金	11,484	11,289	16,964	22,678	28,816
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	946	979	1,964	2,344	2,713
应收票据	3	0	9	11	12
其他应收款	630	567	755	901	1,043
存货	3,218	5,943	2,395	2,800	3,240
可供出售投资	1	1	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	303	284	284	284	284
固定资产	1,426	1,932	1,700	1,483	1,197
无形资产	1,092	1,202	1,142	1,085	1,031
<b>总负债</b>	<b>5,921</b>	<b>8,263</b>	<b>5,572</b>	<b>7,215</b>	<b>8,589</b>
无息负债	5,819	7,974	5,572	7,215	8,589
有息负债	102	289	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>15,011</b>	<b>18,584</b>	<b>23,252</b>	<b>27,911</b>	<b>33,370</b>
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
公积金	4,431	4,615	4,820	4,820	4,820
未分配利润	7,747	9,643	12,855	16,115	19,974
少数股东权益	978	2,349	3,599	4,999	6,599

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,017</b>	<b>2,722</b>	<b>5,245</b>	<b>6,773</b>	<b>7,219</b>
净利润	2,531	3,095	4,491	5,039	5,791
折旧摊销	257	371	500	511	520
净营运资金增加	640	5,509	-696	1,926	2,261
其他	-411	-6,253	950	-703	-1,354
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>1,454</b>	<b>-1,906</b>	<b>1,791</b>	<b>0</b>	<b>25</b>
净资本支出	-293	-1,579	820	-100	-75
长期投资变化	303	284	0	0	0
其他资产变化	1,444	-611	970	100	100
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,896</b>	<b>-1,149</b>	<b>-1,361</b>	<b>-1,059</b>	<b>-1,106</b>
股本变化	976	0	0	0	0
债务净变化	-32	187	-289	0	0
无息负债变化	2,025	2,155	-2,402	1,642	1,375
<b>净现金流</b>	<b>2,523</b>	<b>-247</b>	<b>5,675</b>	<b>5,714</b>	<b>6,138</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	26.32%	66.21%	-5.48%	19.34%	15.74%
净利润增长率	39.96%	22.29%	45.12%	12.20%	14.93%
EBITDA 增长率	40.94%	52.27%	24.79%	21.87%	14.94%
EBIT 增长率	44.79%	52.88%	24.09%	23.37%	15.75%
<b>估值指标</b>					
PE	70	57	39	35	30
PB	13	11	9	8	7
EV/EBITDA	46	32	25	20	18
EV/EBIT	50	34	27	22	19
EV/NOPLAT	65	46	36	29	25
EV/Sales	6	4	4	3	3
EV/IC	17	10	10	10	9
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	29.82%	41.46%	51.00%	52.00%	52.00%
EBITDA 率	13.24%	12.13%	16.01%	16.35%	16.24%
EBIT 率	12.33%	11.34%	14.88%	15.39%	15.39%
税前净利润率	13.56%	11.35%	17.46%	16.19%	16.28%
税后净利润率 (归属母公司)	8.95%	6.58%	10.11%	9.50%	9.44%
ROA	14.02%	14.66%	19.92%	18.33%	17.62%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.03%	19.06%	22.85%	21.99%	21.63%
经营性 ROIC	26.19%	20.87%	28.99%	34.04%	36.06%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.97	2.51	4.31	4.53	4.92
速动比率	2.41	1.75	3.86	4.10	4.49
归属母公司权益/有息债务	137.49	56.17	-	-	-
有形资产/有息债务	189.94	83.41	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.30	1.59	2.30	2.58	2.97
每股红利	0.52	0.55	0.91	0.99	1.06
每股经营现金流	1.55	1.39	2.69	3.47	3.70
每股自由现金流(FCFF)	1.02	-1.27	3.43	2.36	2.65
每股净资产	7.19	8.32	10.07	11.73	13.71
每股销售收入	14.49	24.08	22.76	27.16	31.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼