

2019年11月01日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

105

中国国旅(601888.SH)

BUY 买入
业绩如预期，维持买入
结论与建议：

事件：中国国旅 1-3 季度实现营收 355.8 亿，同比增 4.3%，净利润 42 亿，同比增 55.1%，扣非后净利润 34.2 亿，同比增 27%，同比上升 9.78pct。测算 3Q 实现营收 112.4 亿，同比下降 13.65%，净利润 9.2 亿，同比上升 16.6%。3Q 业绩符合预期。

- 3Q 收入负增长仍为剥离旅行社业务所致，免税业务运行平稳。其中，根据海口海关披露，三亚离岛免税购物人数 268 万人次，同比增 30%，销售金额 92.6 亿，同比增 28.4%，3Q 海棠湾收入增速预计 30% 左右，保持较快增长。机场免税店方面，上海机场 3Q 旅客吞吐量增长放缓，3Q 单季度吞吐量同比增 2.63%，受台风、赴港旅客减少等因素影响，以及大兴机场启用以后，对首都机场起分流作用，免税店收入增速均较上半年放缓；白云机场预计维持高增长。另外由于受机场扣点提升，机场免税店净利润率维持个位数。香港机场方面，受香港事件扰动，预计亏损，且 4Q 亏损将持续。费用方面，机场扣点上升使销售费用如预期提高，3Q 综合费用率为 36.88%，同比上升 7.47pct，其中销售费用率上升 7.73pct 至 33.34%。

- 毛利率如期提升。1-3Q 毛利率 51.16%，同比上升 9.78pct，主要由于剥离旅行社业务以后，高毛利的免税品销售业务占比提升。3Q 毛利率上升 9.8pct 至 51.4%。环比毛利率略有下降，受人民币贬值导致采购成本上升、促销力度大等因素影响。

- 前三季度公司旗下市内免税店已陆续开业，5 月北京、青岛、厦门、大连 4 家市内免税店开业，8 月亦有上海市内免税店开业，由于目前主要针对入境外籍及港澳台旅客，尚未对国人开放，业绩贡献不足。

- 目前公司已获得国内主要枢纽机场免税店经营权，中短期龙头地位稳固，长期来看，免税店竞标政策有一定放开，但仍侧重考查竞标者综合实力，公司竞争优势突出。市内免税店存政策放宽的预期，通过与机场店联动，有望在消费回流的大背景下，扩大购物场景，带来业绩增量。维持此前盈利预测及“买入”投资建议。预计 2019-2020 年公司将分别实现净利润 46 亿和 51 亿，分别同比增 48% 和 11%，EPS 分别为 2.35 元和 2.62 元，对应 PE 分别为 38 倍和 34 倍。

- 风险提示：免税销售不及预期，宏观经济景气下行

..... 接续下页

公司基本资讯

产业别	休闲服务		
A 股价(2019/10/31)	90.35		
上证指数(2019/10/31)	2929.06		
股价 12 个月高/低	98.27/51.8		
总发行股数(百万)	1952.48		
A 股数(百万)	1952.48		
A 市值(亿元)	1764.06		
主要股东	中国旅游集团有限公司 (53.30%)		
每股净值(元)	9.98		
股价/账面净值	9.06		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-3.4	5.3	69.4

近期评等

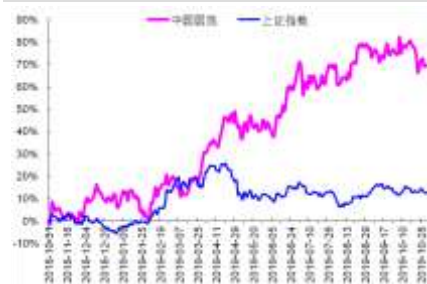
出刊日期	前日收盘	评等
2019-09-02	95.48	买入
2019-07-04	88.18	买入
2019-04-29	77.30	买入
2019-01-24	59.11	买入

产品组合

商品贸易	97.5%
旅游服务	2.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.3%
一般法人	66.7%

股价相对大盘走势


年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019F	2020F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1808	2531	3095	4586	5108
同比增减	%	20.07	39.96	22.29	48.19	11.38
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.85	1.30	1.59	2.35	2.62
同比增减	%	19.94	-29.94	22.28	48.19	11.38
市盈率(P/E)	X	48.84	69.70	57.00	38.47	34.54
股利 (DPS)	RMB 元	1.00	0.52	0.55	0.94	1.05
股息率 (Yield)	%	1.11	0.58	0.61	1.04	1.16

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

 强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

 卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
营业收入	22390	28282	47007	48447	57351
经营成本	16776	19848	27518	23739	27528
营业税金及附加	250	341	659	807	856
销售费用	1807	3529	11601	15809	18275
管理费用	1062	1082	1601	1502	1779
财务费用	-41	-143	-7	111	22
资产减值损失	86	-4	298	124	68
投资收益	200	202	51	951	55
营业利润	2649	3853	5426	7332	8878
营业外收入	27	39	25	72	21
营业外支出	4	59	116	5	4
利润总额	2671	3834	5336	7400	8895
所得税	636	900	1401	1750	2118
少数股东损益	227	404	840	1064	1670
归属于母公司所有者的净利润	1808	2531	3095	4586	5108

附二：合并资产负债表

百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
货币资金	8973	11484	11289	12258	12832
应收账款	912	946	979	1028	1079
存货	2175	3218	5943	7132	8558
流动资产合计	13490	17092	19578	20417	22469
长期股权投资	246	303	284	287	293
固定资产	1503	1426	1932	2029	2130
在建工程	146	314	833	1041	1250
非流动资产合计	3798	3840	7269	9814	11776
资产总计	17288	20932	26847	30231	34245
流动负债合计	3860	5754	7793	8417	9258
非流动负债合计	67	167	470	478	586
负债合计	3927	5921	8263	8895	9844
少数股东权益	761	978	2349	2701	3107
股东权益合计	13360	15011	18584	21336	24401
负债及股东权益合计	17288	20932	26847	30231	34245

附三：合并现金流量表

百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
经营活动产生的现金流量净额	1937	3017	2722	4845	5735
投资活动产生的现金流量净额	4634	1454	(1906)	(2422)	(2868)
筹资活动产生的现金流量净额	(649)	(1896)	(1149)	(1453)	(2294)
现金及现金等价物净增加额	5998	2523	(247)	969	574

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。