更名中国中免，战略方向全面聚焦免税业务

——中国国旅（601888.SH）公司点评

公司点评

● 事件：中国国旅将更名为中国中免

6 月 18 日，公司公告董事会审议通过了《关于变更公司证券简称的议案》，将公司证券简称由“中国国旅”变更为“中国中免”。

● 更名体现公司战略方向，未来将全面聚焦免税行业

近年来，在国家积极引导和促进海外消费回流的政策背景下，公司通过并购、投标等方式积极拓展境内外大型免税渠道，大力推进资源的重组整合，着力提升免税业务核心能力。2019 年，公司免税业务收入规模达到 458.18 亿元，占营业收入的比重为 95.52%，免税主业日益凸显，综合实力显著提升。目前，公司占据国内免税行业 85%的市场份额，是绝对行业龙头。由于免税业务具有高毛利、高增长的特点，其发展推动了近年来公司业绩的持续快速增长。而更名举动体现了公司发展战略将着重聚焦于免税为核心的旅游零售业务。我们认为，随着战略方向的进一步清晰，公司将继续加强免税业务的发展，提升免税业务的全球竞争力，打造全球领先的免税公司。

● 收购海免控股权，解决同业竞争，垄断离岛免税经营权

2019 年 1 月，公司将主营旅行社业务的全资子公司国旅总社 100%股权转让给控股股东中国旅游集团；2020 年 5 月，公司拟以现金 20.65 亿收购控股股东持有的海南省免税品有限公司 51%股权。至此，公司与控股股东之间的同业竞争问题得以解决。目前海免已完成股权过户及工商变更登记手续。海免公司拥有海口机场免税店、海口市内免税店和博鳌市内免税店等。中免收购后，事实上已经垄断了海南离岛免税业务。随着海南自贸港建设和离岛免税政策进一步放宽，中免将持续受益，离岛免税业务进一步放大。

● 政策红利+免税消费回流趋势明显，公司长期增长逻辑稳固

2018 年我国居民境外购买免税商品总规模达 1800 亿元，是国内免税市场规模（395 亿）的 4.55 倍。相比于国人境外的免税商品消费，国内市场的规模仍然偏小，境外免税消费回流空间巨大。我们测算免税消费回流规模超过 700 亿元。这也预示国内免税行业仍处在高增长阶段。此外，2020 年 6 月发布的《海南自由贸易港建设总体方案》提到将大幅放宽离岛免税购物额度，同时扩大免税商品种类，相关政策细则有望近期落地。我们认为，在政策红利和免税消费高增长的双重利好叠加下，公司长期增长逻辑稳固。

● 风险提示：政策风险、疫情及宏观经济风险、汇率风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,007	47,966	29,364	56,136	67,169
增长率(%)	66.2	2.0	-38.8	91.2	19.7
净利润(百万元)	3,095	4,629	2,218	5,717	6,914
增长率(%)	22.3	49.6	-52.1	157.8	20.9
毛利率(%)	41.5	49.4	46.5	50.5	50.5
净利率(%)	6.6	9.7	7.6	10.2	10.3
ROE(%)	21.2	24.3	10.7	23.6	23.5
EPS(摊薄/元)	1.59	2.37	1.14	2.93	3.54
P/E(倍)	59.9	40.1	83.6	32.4	26.8
P/B(倍)	11.4	9.3	9.0	7.4	6.0

推荐（维持评级）

姚轩杰（分析师）
010-69004656
yaoxuanjie@xsdzq.cn
证书编号：S0280518010001

市场数据	时间 2020.06.18
收盘价(元):	129.08
一年最低/最高(元):	66.5/129.48
总股本(亿股):	19.52
总市值(亿元):	2,520.26
流通股本(亿股):	19.52
流通市值(亿元):	2,520.26
近 3 月换手率:	42.56%

股价一年走势



相关报告

《离岛机场市内免税三重布局，疫情不改公司长期增长逻辑》2020-06-15

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**19578**	**22246**	**23409**	**27460**	**35134**
现金	11289	11906	13304	15166	19577
应收票据及应收账款合计	979	800	800	830	855
其他应收款	607	919	15	1770	366
预付账款	693	381	277	981	524
存货	5943	8060	8833	8534	13632
其他流动资产	67	180	180	180	180
非流动资产	**7269**	**8442**	**7303**	**8873**	**9494**
长期投资	284	255	258	287	349
固定资产	1932	1632	549	1765	2091
无形资产	1202	2504	2735	2975	3272
其他非流动资产	3851	4051	3762	3847	3782
资产总计	**26847**	**30687**	**30712**	**36334**	**44628**
流动负债	**7793**	**7961**	**6878**	**7048**	**8042**
短期借款	289	224	234	251	268
应付票据及应付账款合计	2859	3537	3549	3549	3549
其他流动负债	4645	4200	3095	3249	4226
非流动负债	**470**	**415**	**415**	**415**	**415**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	470	415	415	415	415
负债合计	**8263**	**8377**	**7293**	**7464**	**8458**
少数股东权益	2349	2421	2717	3813	5413
股本	1952	1952	1952	1952	1952
资本公积	3844	3852	3852	3852	3852
留存收益	10414	13961	15474	19818	25329
归属母公司股东权益	16235	19890	20702	25057	30757
负债和股东权益	**26847**	**30687**	**30712**	**36334**	**44628**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2722**	**2926**	**1938**	**5047**	**6495**
净利润	3935	5415	2514	6813	8514
折旧摊销	371	408	401	486	603
财务费用	-7	11	32	31	34
投资损失	-51	-965	-75	-212	-314
营运资金变动	-1775	-2150	-860	-2035	-2286
其他经营现金流	249	208	-75	-36	-56
投资活动现金流	**-1906**	**-1099**	**887**	**-1809**	**-853**
资本支出	1582	1498	-1216	1506	503
长期投资	9	7	-3	-31	-62
其他投资现金流	-316	406	-333	-334	-412
筹资活动现金流	**-1149**	**-1646**	**-1427**	**-1376**	**-1230**
短期借款	187	-65	10	16	18
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	8	0	0	0
其他筹资现金流	-1337	-1589	-1438	-1393	-1248
现金净增加额	**-247**	**267**	**1398**	**1862**	**4412**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**47007**	**47966**	**29364**	**56136**	**67169**
营业成本	27518	24273	15710	27787	33248
营业税金及附加	659	772	392	779	963
营业费用	11601	14904	9396	17402	20151
管理费用	1601	1549	881	1965	2284
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-7	11	32	31	34
资产减值损失	298	-378	-94	-309	-369
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	37	69	63	74	93
投资净收益	51	965	75	212	314
营业利润	**5426**	**7109**	**3184**	**8767**	**11267**
营业外收入	25	66	32	95	98
营业外支出	116	14	73	13	13
利润总额	**5336**	**7160**	**3143**	**8849**	**11352**
所得税	1401	1746	629	2036	2838
净利润	**3935**	**5415**	**2514**	**6813**	**8514**
少数股东损益	840	786	296	1096	1600
归属母公司净利润	**3095**	**4629**	**2218**	**5717**	**6914**
EBITDA	5386	7225	3204	8945	11472
EPS（元）	1.59	2.37	1.14	2.93	3.54

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	66.2	2.0	-38.8	91.2	19.7
营业利润(%)	40.8	31.0	-55.2	175.3	28.5
归属于母公司净利润(%)	22.3	49.6	-52.1	157.8	20.9
获利能力					
毛利率(%)	41.5	49.4	46.5	50.5	50.5
净利率(%)	6.6	9.7	7.6	10.2	10.3
ROE(%)	21.2	24.3	10.7	23.6	23.5
ROIC(%)	101.0	80.9	36.5	77.0	85.7
偿债能力					
资产负债率(%)	30.8	27.3	23.7	20.5	19.0
净负债比率(%)	-58.2	-50.9	-54.4	-50.6	-52.5
流动比率	2.5	2.8	3.4	3.9	4.4
速动比率	1.7	1.7	2.1	2.5	2.6
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.7	1.0	1.7	1.7
应收账款周转率	48.8	53.9	36.7	68.9	79.7
应付账款周转率	10.7	7.6	8.5	8.5	8.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.59	2.37	1.14	2.93	3.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	1.53	0.99	2.59	3.33
每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	10.60	12.83	15.75
估值比率					
P/E	59.9	40.1	83.6	32.4	26.8
P/B	11.4	9.3	9.0	7.4	6.0
EV/EBITDA	32.9	24.4	54.8	19.5	15.0

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姚轩杰，社服行业首席分析师，2017 年加入新时代证券，5 年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/