社服\免税　中国国旅（601888.SH）　维持评级

报告原因：收购兼并公告　海免完成工商变更手续并入上市公司，国旅股价再创新高　增持

2020 年 6 月 9 日　公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 6 月 8 日

收盘价(元)：	106.18
年内最高/最低（元）：	106.41/67.20
流通 A 股/总股本（亿）：	19.52/19.52
流通 A 股市值(亿)：	2073.14
总市值（亿）：	2073.14

基础数据：2020 年 3 月 31 日

基本每股收益	-0.0615
每股净资产(元)：	10.19
净资产收益率：	-0.60%

分析师：刘小勇

执业登记编码：S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】中国国旅（601888.SH）年报点评：聚焦免税夯实龙头地位，20Q1 开通电商、打折维持购买热度（2020-4-23）

【山证社服】中国国旅（601888.SH）中报点评：免税业务增速稳定，进一步巩固行业龙头地位（2019-8-21）

事件描述

- **公司 6 月 8 日下午发布公告，海免公司 51%股权过户及工商变更手续办理完成，此后中国国旅全资孙公司海南运营总部持有海免公司 51%股权。**早前公司发布公告，为了解决上市公司与控股股东中国旅游集团之间的同业竞争问题、减少关联交易，公司全资孙公司中免集团海南运营总部拟以非公开协议转让方式现金收购中国旅游集团持有的海免公司 51%股权，交易价格为 20.65 亿元。完成转让之后中国旅游集团、海南省旅游投资发展有限公司分别持有海免公司 51%、49%股权。

事件点评

- **海免注入上市公司体内，协同效应优势明显。**本次交易完成后，海免公司将纳入公司合并报表范围，有利于进一步增强公司持续盈利能力、发挥采购规模优势、提升规模效应，进一步提升免税行业毛利率水平、扩大公司离岛免税业务规模以及聚焦免税主业的战略定位。海免公司盈利能力良好，目前在海南岛内运营三家免税店，分别是海口美兰机场免税店、海口日月广场市内免税店、琼海博鳌免税店。其中，美兰机场免税店是国内第一家机场离岛免税店，也是全国唯一一家拥有省级国有企业免税品经营特许权的免税店。从估值角度来看，海免按市场法评估值为 40.49 亿元、按收益法估值 39.72 亿元。2019 年海免实现营收 32.3 亿元（+54%），净利润 3.45 亿元，归母净利润 2.62 亿元；2020Q1 实现营收 8.5 亿元，净利润 1.24 亿元，归母净利润 0.91 亿元。本次交易价格 20.65 亿元，对应 2019 年 PE 为 15.4X，交易价格在合理范围内。
- **免税版图持续扩张，免税龙头地位进一步夯实。**近年，中国国旅扩张免税版图动作不断。2019 年初，公司将主营旅行社业务的全资子公司中国国际旅行社总社有限公司 100%股权转让给中国旅游集团有限公司，公司不再经营旅行社业务，发展战略调整为聚焦以免税业务为核心的旅游零售业务。2019 年 3 月，中国国旅旗下中免集团拿下北京大兴国际机场免税项目，成功中标第一标段烟酒、食品标段和第二标段香化、精品标段的 10 年免税经营权；此前，中免集团已经陆续取得了香港国际机场烟酒标段，首都国际机场 T2、T3 国际区，上海浦东、虹桥机场国际区，广州白云国际机场 T1、T2 国际区，澳门国际机场等大型国际机场的免税经营权。上市公司控股集团中国旅游集团开始布局海南旅游市场。4

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

月 11 日，海航集团与中国旅游集团在海口举行战略合作签约仪式，双方将共同在多个领域开展合作，积极推动海南自贸港建设和消费升级。双方将继续巩固和优化离岛免税业务的发展，扩大日月广场市内免税店经营面积和经营品类，推动在三亚凤凰机场新增离岛免税店项目落地，进一步提升海南市场消费水平。

- **今日开盘之后国旅股价屡创新高，最高攀升至 112 元/股。**《海南自由贸易港建设总体方案》落地，海南政策利好不断释放、岛内免税限额提升至每人每年 10 万元促进离岛免税进一步释放活力。此次方案主要体现在“税”“关”“游”（税收、海关、旅游）三个部分其中，“部分进口商品零关税”“允许岛内免税购买”“离岛免税购物额度提升至每年每人 10 万元”等信息有力提振海南未来消费潜能。
- **免税店补购或减小疫情带来影响。**一季度公司业绩受疫情影响波动较大，近期免税店推出补购等措施弥补业绩损失，已离岛的旅客在 180 天内可以用剩余额度通过网购平台补购免税商品。公司二季度业绩有望复苏。
- **投资建议：**中长期来看，免税行业仍是休闲服务行业优质赛道，牌照优势、已经建立的上游渠道供货优势、下游多方向免税品销售优势叠加政策优势推动公司股价持续上升。未来继续关注离岛行邮税起征点变化、商品购买件数限制降低、商品品类扩大等放宽可能性。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.13\2.83\3.66，对应公司 6 月 8 日收盘价 106.18 元，2020-2022 年 PE 分别为 93.96\37.51\29.01，维持评级给予“增持”评级。

存在风险

- 宏观经济波动风险；海外疫情防控不及预期风险；居民消费需求不及预期风险；汇率波动风险；政策推动不及预期风险。

表一：中国国旅重要财务指标 **单位：百万元**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47966	31178	54202	62332
收入同比(%)	2%	-35%	74%	15%
归母净利润	568	285	746	877
净利润同比(%)	50%	-52%	149%	29%
毛利率(%)	49.4%	48.0%	50.0%	50.2%
ROE(%)	24.3%	10.6%	20.9%	23.2%
每股收益(元)	2.37	1.13	2.83	3.66
P/E	36.51	93.96	37.51	29.01
P/B	8.50	8.34	6.30	5.68
EV/EBITDA	20	42	18	13

数据来源：wind

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	22,246	25,633	31,165	37,762
现金	11,906	15,478	20,740	26,962
应收账款	1,676	1,220	1,412	1,642
其他应收款	876	260	260	260
预付账款	381	385	393	404
存货	8,060	8,140	8,222	8,304
其他流动资	(652)	150	139	189
非流动资产	8,442	5,672	5,781	7,287
长期投资	255	204	183	238
固定资产	1,632	1,664	1,698	1,749
无形资产	2,504	1,237	1,276	1,299
其他非流动	4,051	2,567	2,624	4,001
资产总计	30,687	31,305	36,946	45,049
流动负债	7,961	8,588	6,698	6,909
短期借款	224	2,089	2,089	2,089
应付账款	3,537	3,225	3,325	3,137
其他流动负	4,200	3,274	1,284	1,683
非流动负债	415	11	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他非流动	415	11	11	11
负债合计	8,377	8,599	6,709	6,920
少数股东权益	2,421	2,445	3,421	5,121
股本	1,952	1,953	1,953	1,953
资本公积	3,852	4,946	3,329	2,476
留存收益	13,961	5,074	6,393	16,170
归属母公司股东	19,890	20,261	26,816	9,304
负债和股东权	30,687	31,305	36,946	45,049

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,926	2,824	4,496	9,049
净利润	4,629	2,215	5,523	7,148
折旧摊销	408	354	354	354
财务费用	(78)	(6)	(10)	(10)
投资损失	(965)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	773	81	(2,150)	(123)
其他经营现	(1,840)	200	800	1,700
投资活动现金	(1,099)	(1,414)	(1,130)	(1,130)
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	30	(250)	(250)	(250)
其他投资现	(1,128)	(264)	20	20
筹资活动现金	(1,646)	(1,036)	(1,525)	(1,633)
短期借款	(65)	(430)	(430)	(430)
长期借款	0	40	40	40
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增	0	0	(50)	(50)
其他筹资现	(1,581)	(646)	(1,085)	(1,193)

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47,966	31,178	54,202	62,332
营业成本	24,273	16,213	27,101	29,920
营业税金及附加	772	436	759	873
销售费用	14,904	9,665	15,177	16,830
管理费用	1,549	1,091	1,734	1,870
财务费用	11	624	1,030	1,122
资产减值损失	(378)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	965	20	20	70
营业利润	7,109	3,170	8,422	11,790
营业外收入	66	11	11	11
营业外支出	14	3	3	3
利润总额	7,160	3,178	8,430	11,798
所得税	1,746	763	2,108	2,949
净利润	5,415	2,415	6,323	8,848
少数股东损益	786	200	800	1,700
归属母公司净利	4,629	2,215	5,523	7,148
EBITDA	8,103	4,064	9,711	13,160
EPS（元）	2.37	1.13	2.83	3.66

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	2.04%	-35.00%	73.85%	15.00%
营业利润	31.00%	-55.41%	165.69%	39.98%
归属于母公司净	49.58%	-52.14%	149.30%	29.43%
获利能力				
毛利率(%)	49.40%	48.00%	50.00%	52.00%
净利率(%)	9.65%	7.11%	10.19%	11.47%
ROE(%)	24.27%	10.64%	20.91%	23.21%
ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
偿债能力				
资产负债率(%)	27.30%	21.00%	22.00%	23.00%
净负债比率(%)	2.00%	3.00%	2.00%	2.00%
流动比率	2.79	1.12	1.29	1.31
速动比率	1.78	0.85	0.87	0.89
营运能力				
总资产周转率	1.67	1.10	1.10	1.10
应收账款周转率	10.80	10.30	10.30	10.30
应付账款周转率	15.00	9.22	16.55	19.29
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	2.37	1.13	2.83	3.66
每股经营现金流	1.50	1.45	2.30	4.63
每股净资产(最新摊薄)	10.19	10.38	13.73	4.77
估值比率				
P/E	36.5	93.96	37.51	29.01
P/B	8.5	8.3	6.3	5.6

现金净增加额	181	374	1,841	6,286	EV/EBITDA	19.99	42.12	17.71	13.08

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

http://www.i618.com.cn 电话：010-83496336