东兴证券 DONGXING SECURITIES

中国国旅（601888）：海免注入事项落地，离岛优势再强化

2020 年 05 月 10 日

强烈推荐/维持

中国国旅 | 公司报告

并购价格合理，增厚公司业绩。中国国旅公告拟收购中旅集团持有的海南免税 51%股权，收购对价 20.66 亿元，对应海免 2019 年业绩 PE15x，**收购价格合理**。海免公司拥有海口美兰机场免税店 51%股权，海口和琼海免税店 100%的股权，2019 年海免营业收入 32.3 亿元/+54.1%，归母净利 2.6 亿元，并表后预计将为公司增厚 1-2 亿元业绩。

强化离岛免税优势，形成业务协同，提高盈利能力。对海免的收购避免了公司与控股股东的同业竞争问题。同时，海免主要拥有海口日月广场市内店、海口美兰机场店、博鳌市内店三个免税门店，并购有利于国旅进一步加速海南离岛免税布局，巩固先发优势，完善岛内免税点位布局，有望加速离岛免税购物新政策的落地。此外，并购后公司免税业务规模扩大，形成协同，有利于规模效应体现，提高品牌方议价能力，提升整体毛利率水平。

离岛免税短期为公司业绩重要支撑，相关政策有望加速推进。疫情之下，出入境相对受限较大，将对机场免税店业务带来较大影响，而离岛免税将成为承接海外消费回流的重要接口，离岛业务将成为短期公司业绩的重要支撑。5 月 6 日海南省出台《关于进一步采取超常规举措确保完成全年经济目标的实施意见》，提出“加快落地离岛免税购物新政策，推动中免集团全年免税品销售额破 300 亿元”。这也验证了我们此前的观点，为促进国内免税消费，针对海南离岛免税的相关政策预计会优先落地，待全球疫情相对稳定再推进市内店向国人开放的政策。

长期看，政策促进消费回流趋势不改，赛道优势依旧明显。随着我国免税规模化效应逐渐释放，叠加市内店政策持续推进，国内免税市场潜力依然巨大。公司先发优势显著，拥有国内免税 80%以上的市场份额，将优先受益于海外消费回流带来的行业红利。

公司盈利预测及投资评级：行业短期不利因素预期基本释放，长期消费回流逻辑不变，建议逢低做中长期布局。考虑海免并表，上调公司业绩预测，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 21.9、56.2、68.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.12、2.88、3.50 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 83、32、26 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济波动，超预期政策，机场租金压力超预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	47,007.32	47,966.50	30,670.70	57,039.15	67,470.60
增长率（%）	66.21%	2.04%	-36.06%	85.97%	18.29%
归母净利润（百万元）	3,094.75	4,628.99	2,191.16	5,619.48	6,839.37
增长率（%）	34.10%	37.60%	-48.08%	156.46%	21.71%
净资产收益率（%）	19.06%	23.27%	9.94%	20.47%	20.11%
每股收益(元)	1.59	2.37	1.12	2.88	3.50
PE	58.47	39.09	82.58	32.20	26.46
PB	11.15	9.10	8.21	6.59	5.32

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

中国国旅为目前国内首屈一指的免税零售商，经营活动以免税商品销售为主，主要包括烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务。

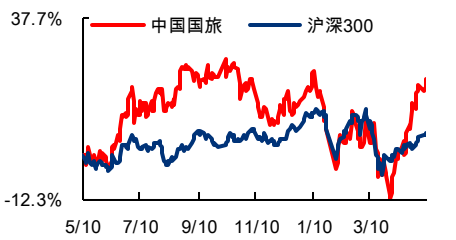
未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-05-18 股东大会股权登记日
2020-05-20 股东大会现场会议登记日
2020-05-22 股东大会召开

交易数据

52 周股价区间（元）	97.1-67.2
总市值（亿元）	1,809.55
流通市值（亿元）	1,809.55
总股本/流通 A 股（万股）	195,248/195,248
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.52

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳
010-66554087 zhangkl@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480518070001
研究助理：王紫
010-66554104 wangzi@dxzq.net.cn

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	19578	22246	23715	32116	40819	**营业收入**	47007	47966	30671	57039	67471
货币资金	11289	11906	17597	19655	25641	**营业成本**	27518	24273	15254	28135	33019
应收账款	979	800	588	1094	1294	营业税金及附加	659	772	460	856	1012
其他应收款	567	876	560	1041	1232	营业费用	11601	14904	10275	17397	20579
预付款项	693	381	228	-53	-383	管理费用	1601	1549	920	1711	2024
存货	5943	8060	6269	9250	10856	财务费用	-7	11	19	84	94
其他流动资产	67	180	-1549	1087	2131	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产合计	7269	8442	7667	7459	7253	资产减值损失	298.31	-378.23	100.00	100.00	100.00
长期股权投资	284	255	255	255	255	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1932	1632	1717	1724	1688	投资净收益	50.63	965.28	50.00	800.00	1000.00
无形资产	1202	2504	2404	2310	2221	加：其他收益	37.03	68.54	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	1261	515	0	0	0	**营业利润**	5426	7109	3743	9608	11693
资产总计	26847	30687	31382	39575	48072	营业外收入	25.35	66.37	20.00	20.00	21.00
流动负债合计	7793	7961	5982	7176	7171	营业外支出	115.60	14.50	15.00	15.00	15.00
短期借款	289	224	0	0	0	**利润总额**	5336	7160	3748	9613	11699
应付账款	2859	3537	2090	3854	4523	所得税	1401	1746	937	2403	2925
预收款项	687	105	-202	-772	-1447	**净利润**	3935	5415	2811	7210	8775
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	840	786	620	1590	1935
非流动负债合计	470	415	319	319	319	归属母公司净利润	3095	4629	2191	5619	6839
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	8263	8377	6301	7495	7489	**成长能力**					
少数股东权益	2349	2421	3041	4631	6566	营业收入增长	66.21%	2.04%	-36.06%	85.97%	18.29%
实收资本（或股本）	1952	1952	1952	1952	1952	营业利润增长	40.81%	31.00%	-47.34%	156.67%	21.71%
资本公积	3844	3852	3852	3852	3852	归属于母公司净利润增长	22.29%	49.58%	-52.66%	156.46%	21.71%
未分配利润	9643	12912	14862	19864	25951	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	16235	19890	22041	27449	34016	毛利率(%)	41.46%	49.40%	50.27%	50.67%	51.06%
负债和所有者权益	26847	30687	31382	39575	48072	净利率(%)	8.37%	11.29%	9.17%	12.64%	13.01%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	11.53%	15.08%	6.98%	14.20%	14.23%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	19.06%	23.27%	9.94%	20.47%	20.11%
经营活动现金流	2722	2926	5574	1810	5608	**偿债能力**					
净利润	3935	5415	2811	7210	8775	资产负债率(%)	31%	27%	20%	19%	16%
折旧摊销	370.99	407.90	366.44	365.45	362.65	流动比率	2.51	2.79	3.96	4.48	5.69
财务费用	-7	11	19	84	94	速动比率	1.75	1.78	2.92	3.19	4.18
应收帐款减少	-32	178	212	-506	-200	**营运能力**					
预收帐款增加	-114	-583	-307	-570	-675	总资产周转率	1.97	1.67	0.99	1.61	1.54
投资活动现金流	-1906	-1099	471	613	813	应收账款周转率	49	54	44	68	57
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	18.35	15.00	10.90	19.19	16.11
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	51	965	50	800	1000	每股收益(最新摊薄)	1.59	2.37	1.12	2.88	3.50
筹资活动现金流	-1149	-1646	-353	-365	-435	每股净现金流(最新摊薄)	-0.17	0.09	2.91	1.05	3.07
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	11.29	14.06	17.42
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	58.47	39.09	82.58	32.20	26.46
资本公积增加	2	8	0	0	0	P/B	11.15	9.10	8.21	6.59	5.32
现金净增加额	-332	181	5691	2058	5986	EV/EBITDA	29.97	22.84	40.31	16.15	12.84

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司报告	中国国旅（601888）：疫情下积极推进线上业务，长期成长性仍可期	2020-04-24
公司报告	中国国旅（601888）：离岛免税延续高增，长看规模优势强者更强	2019-10-31
公司报告	中国国旅（601888）：免税主业延续高增，行业龙头强者恒强	2019-09-03
公司报告	中国国旅（601888）：免税主业增速符合预期，静待市内店政策落地	2019-08-04
公司报告	中国国旅（601888）：海口免税城方案落地，挖掘港口离岛新市场	2019-07-17
公司报告	中国国旅（601888）：新政明确行业规范，健康长远发展可期	2019-07-05
行业报告	免税行业：促消费意见推进完善免税政策，但疫情之下仍需关注逐级落地节奏	2020-03-16
行业报告	免税产业：扬帆风正劲，免税黄金期值	2019-05-17

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

研究助理简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018 年 5 月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526