

休闲服务

2020年06月02日

中国国旅 (601888)

——免税额度及品类放宽，离岛政策助力自贸港建设

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2020年06月01日

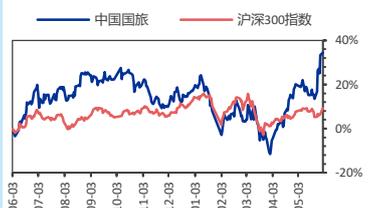
收盘价(元)	102.18
一年内最高/最低(元)	104.54/66.5
市净率	10.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	199504
上证指数/深证成指	2915.43/11102.15

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年03月31日

每股净资产(元)	10.17
资产负债率%	26.89
总股本/流通A股(百万)	1952/1952
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

刘乐文 A0230517110001
liuyw@swsresearch.com

研究支持

于佳琪 A0230519080004
yujq2@swsresearch.com

联系人

王越
(8621)23297818×转
wangyue@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件回顾**：2020年6月1日，中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》，《方案》中提出了海南自由贸易港的发展目标：到2025年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系；到2035年，以自由、公平、法治、高水平过程监管为特征的贸易投资规则基本构建，成为我国开放型经济新高地；到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。《方案》对海南自贸港发展进行了长期规划，而离岛免税作为其中的重要组成部分，在未来的5-10年内仍将作为促进海南旅游和消费发展的重要手段。
- **放宽离岛免税购物额度，扩大免税商品种类，利好离岛免税后续发展**。本次《海南自由贸易港建设总体方案》中关于离岛免税的政策要点主要为：放宽离岛免税购物额度至每年每人10万元，扩大免税商品种类。本次额度和品类放开基本符合预期，但由于目前行邮税起征点仍为8000元（单件商品），且12件化妆品和8件香水等的件数限制未同步放开，因此预计本次额度放开对客单价的提升有限，但能鼓励消费者更多次的来海南旅游和购物，促进当地休闲产业发展，实现离岛免税的政策目标。
- **优化税收政策安排，减征企业所得税，扶持旅游业、服务业企业发展**。本次《方案》中还提出：自方案发布之日起，对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，按15%征收企业所得税。对企业符合条件的资本性支出，允许在支出发生当期一次性税前扣除或加速折旧和摊销。本次企业所得税税率调减，将减轻海南境内企业今年的运营压力，同时利好后续投资发展。2019年，三亚海棠湾利润占公司免税运营利润约37%，此次税率调减后，对应2021年国旅归母净利润约增加4-5亿元。
- **盈利预测与投资建议**：考虑海南企业所得税税率调减的影响，我们上调盈利预测，预计20-22年公司实现归母净利润为31.77/60.37/76.75亿元（原盈利预测为29.70/56.11/70.30亿元），对应PE分别为63/33/26倍。免税作为引导消费回流的重要手段，持续迎来政策利好，公司龙头地位和规模优势稳固，疫情之下多种渠道放开有效弥补了今年的销售损失，持续看好消费回流的大空间，维持“增持”评级。
- **风险提示**：疫情延长对客流造成进一步影响；机场保底租金缴纳对当期利润造成影响。

财务数据及盈利预测

	2019	2020Q1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	47,966	7,636	38,756	59,260	67,382
同比增长率(%)	2.0	-44.2	-19.2	52.9	13.7
归母净利润(百万元)	4,629	-120	3,177	6,037	7,675
同比增长率(%)	49.6	-	-31.4	90.0	27.1
每股收益(元/股)	2.37	-0.06	1.63	3.09	3.93
毛利率(%)	49.4	42.6	47.1	52.0	53.0
ROE(%)	23.3	-0.6	14.7	22.6	23.5
市盈率	43		63	33	26

注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	47,007	47,966	38,756	59,260	67,382
其中: 营业收入	47,007	47,966	38,756	59,260	67,382
减: 营业成本	27,518	24,273	20,489	28,428	31,653
减: 税金及附加	659	772	785	949	1,149
主营业务利润	18,830	22,922	17,482	29,883	34,580
减: 销售费用	11,601	14,904	11,662	19,409	21,761
减: 管理费用	1,601	1,549	1,252	1,796	1,974
减: 研发费用	0	0	0	0	0
减: 财务费用	-7	11	39	-60	-107
经营性利润	5,635	6,458	4,529	8,738	10,952
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	0	-5	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-298	-378	0	0	0
加: 投资收益及其他	90	1,034	-99	20	50
营业利润	5,426	7,109	4,430	8,759	11,002
加: 营业外净收入	-90	52	50	10	0
利润总额	5,336	7,160	4,480	8,769	11,002
减: 所得税	1,401	1,746	1,019	1,653	1,962
净利润	3,935	5,415	3,461	7,116	9,040
少数股东损益	840	786	284	1,079	1,364
归属于母公司所有者的净利润	3,095	4,629	3,177	6,037	7,675
全面摊薄总股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
每股收益 (元)	1.59	2.37	1.63	3.09	3.93

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司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投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。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。