

# 昨日跌停，政策或业绩预期波动导致

中信证券研究部

2018年10月18日

姜娅

电话：021-20262104

邮件：jiangya@citics.com

执业证书编号：S1010510120056

武明戈

电话：021-20262118

邮件：wumingge@citics.com

执业证书编号：S1010518080003

投资评级

事项：

买入（维持）

当前价：55.71元

目标价：70.00元

国旅昨日跌停，引发市场关注。公司下跌的可能原因及我们的观点点评如下。

评论：

我们认为，公司股价大幅下跌背后的可能原因如下：

**1. 关于海南政策：**2018年10月16日，海南自由贸易试验区总体方案发布，但其中未涉及海南离岛免税政策相关内容，而市场对离岛免税政策升级一直有预期，因此带来对离岛免税政策能否落地的担心。对于此点，我们认为，自贸区政策方案和离岛免税政策方案是两个完全不同的体系，自贸区政策中未提及离岛免税政策，不存在任何的信息暗示。离岛免税政策进一步放宽确定性强，符合吸引消费回流的大背景。离岛免税政策有望在购买人群覆盖（由飞机、火车扩大至轮船离岛游客）、购物或免税限额（目前每年16000元、行邮税起征点8000元）等方面有所放宽。我们认为，海南政策大方向已基本确定，只需关注后续细则具体情况，以测算对海南免税店的销售额带动。

**2. 关于“牌照放开”：**市场网传公众号“免税零售专家”在其最新的文章中提及离岛免税“发放更多免税牌照”，引发市场对于离岛免税竞争格局发生根本性变化的担忧。首先，我们翻阅原文发现其表述是在“前期业内高度关注的议题”中列了一条“发放更多免税牌照”，并非结论或事实陈述。我们认为，离岛免税牌照放开可能性极小，政策的导向是在海南开放更多的免税门店，增加销售渠道，而牌照仍然只有中免和海免拥有。此前媒体报道的博鳌免税店由中免和海免合资经营，我们认为将会是海南境内免税店未来主要的经营方式。

**3. 关于业绩预期：**临近季报期，市场担心公司三季报业绩是否会低于预期。由于中报时，国旅业绩曾略低于市场预期。目前，市场对国旅的Q3业绩预期增速普遍在40%-50%范围内，基于我们拆分业绩来看，业绩预期确实偏乐观。若Q3公司费用增加，或香港机场尚未实现大幅减亏，又或汇率波动下产生汇兑损失，均可能将拉低公司的Q3业绩增速。但从目前跟踪的经营情况来看，预计前三季度三亚店收入维持在30%左右，上海、北京机场店增速维持在20%-40%，毛利率也随规模提升维持上升态势，因此，公司的业绩即使低于市场预期，预计差额利润主要来自非长期经营性因素，这只是阶段性影响，在吸引消费回流大背景下，公司业务保持良好运营。

**4. 关于市内出境免税店:**首先关于政策时间点,我们认为,在吸引消费回流的指引下,结合当前中美贸易争端升级背景,市内出境免税店向国人放开政策落地确定性更强,时间点也值得期待。临近政策落地,市场对该政策的细节关注也在提升。这主要包括,是否存在限额、存在品类限制,如何提货,提货点成本如何确定,市内开店是否会冲击本土渠道,等等。其中,关于提货点设于机场、机场是否扣点近期讨论度最高。由于现在机场免税店在高扣点下利润率普遍仅在 5%-10%,而一般市内店利润率要高出许多,如三亚店净利率达到 30%-40%,因此市场对市内店的盈利预期普遍较高。关于机场是否会因提供机场提货店向市内店扣点的问题,我们无法判断。从与公司投资者关系部门的交流中,得到答复为:在当前政策框架下,出境市内店仅针对外国人离境免税购物,国人在市内店的购物只能在机场店核算,因此需要向机场缴纳扣点。但预计后续针对国人出境市内免税政策落地后,国人免税购物虽仍需在机场提货,但已可直接在市内店结算,无需再向机场缴纳同等扣点费用,仅需向机场缴纳租用提货点的相关费用。

总的来说,我们认为,昨日公司股价大幅下跌核心来自市场对公司 Q3 业绩预期的混乱和担心,但下跌本身引发了更多的负面信息。实际上,拨云见日,公司的核心基本面和投资逻辑并无变化。我们认为,公司的核心逻辑来自于吸引消费回流背景下的政策弹性,中免作为中国免税行业的绝对龙头,将显著受益。而国内 400 亿人民币的免税收入对比国人海外 1200 亿美金左右的购物消费,政策空间非常大。在现有政策框架下,我们原预计公司 2018-2020 年净利润为 38.3 亿/47.5 亿/57.6 亿元,根据目前对 Q3 的业绩预期,存在向下 10%左右的调整可能性,即使如此,昨日跌停对此也已充分反映。我们认为市场仍应主要关注具备吸引消费回流作用的离岛免税和出境市内免税等政策放开,这有望对公司的股价起到明确支撑,同时建议关注对公司的潜在业绩弹性产生影响的政策内容。

表 1: 中国国旅收入与盈利预测

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	22,390	28,282	44,396	54,726	61,082
增长率 YoY%	5.2	26.3	57.0	23.3	11.6
净利润(百万元)	1,808	2,531	3,826	4,750	5,758
增长率 YoY%	20.1	40.0	51.2	24.1	21.2
EPS(元)	0.93	1.30	1.96	2.43	2.95
毛利率%	25.1	29.8	40.8	44.2	45.8
净资产收益率 ROE%	14.4	18.0	23.1	24.2	24.3
每股净资产(元)	6.45	7.19	8.48	10.07	12.13
PE	60	43	28	23	19
PB	8.6	7.8	6.6	5.5	4.6

资料来源: wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2018 年 10 月 16 日收盘价

## 风险因素

毛利率提升慢于预期; 免税政策空间低于预期; 海棠湾项目经营低于预期; 国企改革进度慢于预期的风险等。

利润表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	22,390	28,282	44,396	54,726	61,082
营业成本	16,776	19,848	26,271	30,560	33,120
毛利率	25.1%	29.8%	40.8%	44.2%	45.8%
营业税金及附加	250	341	494	584	664
营业费用	1,807	3,529	2,448	2,462	2,564
营业费用率	8.1%	12.5%	5.5%	4.5%	4.2%
管理费用	1,062	1,082	9,632	14,024	15,997
管理费用率	4.7%	3.8%	21.7%	25.6%	26.2%
财务费用	-41	-143	-176	-227	-277
财务费用率	-0.2%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
投资收益	200	202	200	216	233
营业利润	2,649	3,853	5,908	7,518	9,227
营业利润率	11.8%	13.6%	13.3%	13.7%	15.1%
营业外收入	27	39	25	25	25
营业外支出	4	59	40	40	30
利润总额	2,672	3,834	5,893	7,503	9,222
所得税	636	900	1,395	1,746	2,156
所得税率	23.8%	23.5%	23.7%	23.3%	23.4%
少数股东损益	227	404	672	1,008	1,308
归属于母公司股东的净利润	1,808	2,531	3,826	4,750	5,758
净利率	8.1%	8.9%	8.6%	8.7%	9.4%
每股收益(元)(摊薄)	0.93	1.30	1.96	2.43	2.95

现金流量表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,808	2,531	3,826	4,750	5,758
少数股东损益	227	404	672	1,008	1,308
折旧和摊销	248	257	276	179	168
营运资金变动	-218	119	539	-387	-88
其他	-129	-294	-260	-426	-512
经营现金流	1,937	3,017	5,053	5,123	6,633
资本支出	-167	-294	-650	-550	-250
投资收益	197	191	200	216	233
资产变卖	1	1	0	0	0
其他	4,603	1,556	-30	-30	-30
投资现金流	4,634	1,454	-480	-364	-47
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	22	-38	28	0	0
股息支出	-705	-1,876	-1,339	-1,662	-1,727
其他	34	18	176	227	277
融资现金流	-649	-1,896	-1,135	-1,435	-1,450
现金净增加额	5,921	2,575	3,438	3,324	5,136

资料来源：中信证券量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	8,973	11,484	14,923	18,246	23,382
存货	2,175	3,218	3,108	3,556	3,756
应收账款	912	946	1,817	2,095	2,346
其他流动资产	1,429	1,444	1,582	1,881	2,092
流动资产	13,490	17,092	21,430	25,778	31,576
固定资产	1,503	1,426	1,345	1,300	1,466
长期股权投资	246	303	333	363	393
无形资产	1,114	1,092	1,047	1,003	958
其他长期资产	936	1,020	1,549	2,039	2,029
非流动资产	3,798	3,840	4,274	4,705	4,847
资产总计	17,288	20,932	25,704	30,483	36,423
短期借款	134	102	130	130	130
应付账款	1,315	2,264	2,102	2,445	2,650
其他流动负债	2,411	3,387	5,088	5,429	5,826
流动负债	3,860	5,754	7,320	8,004	8,606
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	67	167	167	167	167
非流动性负债	67	167	167	167	167
负债合计	3,927	5,921	7,487	8,171	8,773
股本	976	1,952	1,952	1,952	1,952
资本公积	4,818	3,842	3,842	3,842	3,842
股东权益合计	12,575	14,130	16,617	19,704	23,734
少数股东权益	761	978	1,650	2,658	3,965
负债股东权益总计	17,288	20,932	25,704	30,483	36,423

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率（%）					
营业收入	5.2	26.3	57.0	23.3	11.6
营业利润	15.4	45.5	53.3	27.3	22.7
净利润	20.1	40.0	51.2	24.1	21.2
利润率（%）					
毛利率	25.1	29.8	40.8	44.2	45.8
EBIT Margin	11.1	12.3	12.5	13.0	14.3
EBITDA Margin	12.3	13.2	13.1	13.3	14.6
净利率	8.1	8.9	8.6	8.7	9.4
回报率（%）					
净资产收益率	14.4	17.9	23.0	24.1	24.3
总资产收益率	10.9	12.7	15.9	17.1	17.7
其他（%）					
资产负债率	22.7	28.3	29.1	26.8	24.1
所得税率	23.8	23.5	23.7	23.3	23.4
股利支付率	48.0	34.6	29.8	28.9	24.4

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

### 投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。