

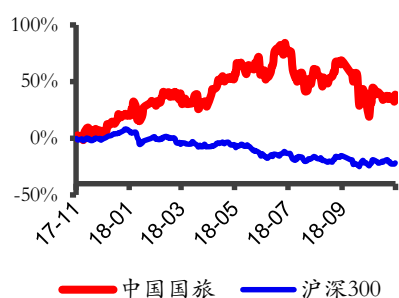
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价（元）	54.72
52 周最高（元）	76.03
52 周最低（元）	39.42
总市值（亿元）	1068
流通市值（亿元）	1068
总股本（亿股）	19.52
流通股本（亿股）	19.52

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：高贺
SAC 执业证书编号：S1340118070002
Email: gaohe@postoa.com.cn
电话：010-67017788-9510

相关研究报告

中国国旅（601888.SH）：

海南免税限额提升，利好国旅业务增速

事件：

财政部等三部门发布《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》，对海南离岛旅客免税购物政策部分内容进行了调整。一、将离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到 30000 元，不限次。二、增加部分家用医疗器械商品，在离岛免税商品清单中增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备（非生命支持），每人每次限购 2 件。三、自 2018 年 12 月 1 日起执行。

点评：

● 免税范围扩大，限额提升

此次，海南岛内居民将无差别享受离岛免税政策。未来，乘船旅客也将享受免税购物政策，同时海南还将新增两家免税店。免税资格涉及的人次范围扩大明显，单体最高价值量的提升也比较明显。对于岛内居民，购买免税品可能成为常态。

海岛免税政策的进一步放开，将继续促进免税品销售行业的发展。此次财政部提升免税离岛额度，是我国对外开放与发展进口的深化，同时也是对海南岛作为改革试点先行者的再次确认。

● 海南免税品业务收入增速看好

上半年公司免税商品销售实现收入 149.47 亿元，同比增长 126.31%。其中，三亚海棠湾免税购物中心实现免税业务收入 40.32 亿元，带来免税业务收入增量 8.98 亿元，同比增长 28.65%。二季度因并表日上上海免税店导致收入规模大增。

从数据上推断，海南免税店收入规模目前约 7 至 8 亿元/月，略超北京，但远不及上海。从免税店建设规模上看，未来海南免税店有望超越上海，成为国旅最重要免税品销售收入来源。我们预计，在明年国旅海南免税业务收入仍能达到 30% 的增速。

● 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.87 元、2.47 元和 3.04 元,对应的动态市盈率分别为 29.23 倍、22.11 倍和 18.00 倍。给予“谨慎推荐”的投资评级。

● 风险提示

免税牌照政策变化;消费者购买力下降。

盈利预测

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	28282	47766	57472	68397
增长率	26.32%	68.89%	20.32%	19.01%
归母净利润(百万)	2531	3655	4832	5936
增长率	39.96%	44.43%	32.20%	22.84%
EPS(元)	1.30	1.87	2.47	3.04
PE	42.22	29.23	22.11	18.00

数据来源:中国国旅公告、中邮证券研发部

财务预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	11484	14137	18423	23922	营业总收入	28282	47766	57472	68397
应收款及预付款	1656	2797	3366	4006	营业总成本	24653	41727	49625	58747
存货	3218	4143	4984	5932	营业成本	19848	28144	33541	39657
其他流动资产	734	106	156	206	税金及附加	341	578	695	828
金融资产	1	1	1	1	销售费用	3529	11516	13747	16368
长期应收款	0	0	0	0	管理费用	1082	1486	1764	2059
长期股权投资	303	299	299	299	财务费用	-143	-11	-141	-184
固定资产、无形资产	2832	3894	4787	5687	资产减值损失	-4	15	18	21
其他非流动资产	705	1575	2575	3575	其他经营收益	225	67	76	83
资产合计	20932	26952	34591	43628	投资净收益	202	67	76	83
短期借款	102	40	40	40	其他收益	3	0	0	0
应付票据及应付账款	2264	3824	4601	5476	营业利润	3853	6106	7923	9733
预收款项及合同负债	801	1353	1628	1937	加: 营业外收	39	19	22	27
其他应付款	2585	2090	2974	3861	减: 营业外支	59	6	7	8
一年内到期债务及其他流动负债	1	1	1	1	利润总额	3834	6119	7939	9752
金融负债	3	3	3	3	减: 所得税	900	1489	1932	2374
长期借款和应付债券	0	0	0	0	净利润	2935	4630	6006	7378
其他长期负债	164	321	437	547	减: 少数股东	404	975	1174	1442
负债合计	5921	7632	9684	11865	归母净利润	2531	3655	4832	5936
股本	1952	1952	1952	1952	财务指标				
资本公积	3842	3842	3842	3842		2017A	2018E	2019E	2020E
留存收益	8238	11573	15984	21399	成长能力				
归属于母公司所有者权益	14033	17367	21779	27193	营业收入增长率	26.32%	68.89%	20.32%	19.01%
少数股东权益	978	1953	3127	4569	利润总额增长率	45.46%	58.46%	29.75%	22.85%
权益合计	15011	19320	24906	31763	归母净利润增长率	39.96%	44.43%	32.20%	22.84%
负债权益合计	20932	26952	34591	43628	盈利能力				
现金流量表					毛利率	29.82%	41.08%	41.64%	42.02%
	2017A	2018E	2019E	2020E	归母净利率	8.95%	7.65%	8.41%	8.68%
净利润	2935	4630	6006	7378	ROE	19.55%	23.96%	24.12%	23.23%
资产减值、折旧、摊销	153	171	233	286	偿债能力				
资产处置损失、投资损失、利息	-278	-62	-74	-81	资产负债率	28.29%	28.32%	28.00%	27.20%
存货、经营性项目净减少	220	46	-358	-403	利息保障倍数	-	1323.27	4291.2	5271.0
经营活动产生的现金流量净额	3029	4784	5807	7179	营运能力				
固定资产、无形资产净投资	293	1193	1126	1186	存货周转率	6.17	6.79	6.73	6.69
投资净支出	-467	243	0	0	应收账款周转率	29.88	29.88	29.88	29.88
投资收益收到的现金	191	67	27	29	总资产周转率	1.35	1.77	1.66	1.57
其他投资现金净流入	1089	-375	0	0	每股指标与估值				
投资活动产生的现金流量	1454	-1744	-1099	-1157	EPS	1.30	1.87	2.47	3.04
分配股利、偿还利息支出	1876	326	423	523	每股经营性现金流	1.55	2.45	2.97	3.68
其他净流入	-21	-62	0	0	每股净资产	7.19	8.90	11.15	13.93
筹资活动产生的现金流量	-1896	-387	-423	-523	PE	42.22	29.23	22.11	18.00
现金净增加额	2523	2653	4286	5499	PB	7.61	6.15	4.91	3.93

数据来源: wind、中国国旅公告、中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。