

中国国旅(601888)新股询价

独一无二的“旅游+免税”商业模式

上市定价区间
16.20-17.28 元

消费品及服务/酒店旅游

2009 年 10 月 14 日

投资要点:

- 中国国旅集团与华侨城集团共同发起设立，中国国旅集团控股，以国旅总社为主题经营旅行社业务和以中免公司为主题经营免税业务。
- 旅游行业发展潜力巨大，世界旅游组织预测，到 2015 年，中国入境过夜旅游人次和出境旅游人次均可达到 1 亿人次，成为全球最大的国际旅游目的地国家和第四大旅游客源国。国旅总社是我国旅行社业务种类最齐全的大型综合旅行社运营商，与世界上 100 多个国家和地区的 1,400 多家旅行社建立了稳定的业务合作关系；自国家旅游局 1993 年开展百强排名以来，除 2001 年和 2007 年以外，国旅总社均位居全国国际旅行社百强排名之首。
- 据统计，2004-2008 年全球免税业年均复合增长率为 10.30%，2008 年全球免税业销售额达 370 亿美元。我国免税行业具有很强的政策性，由国家特许经营。中免公司是行业龙头，拥有覆盖全国各口岸的网点，免税品销售的境内市场份额始终排名第一，2008 年免税品销售额占国内免税品零售总额的 40%。
- 募集资金重点在于夯实主业：旅行社业务和免税业务；主要投向境内、外旅行社网络建设，免税零售网络建设。
- 参考旅游板块平均市盈率水平，我们认为中国国旅上市后合理定价水平在 16.2-17.28 元之间。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收 益率 (%)
2008A	581,864	-2.48%	22,123	1.74%	0.24			
2009E	607,342	4.38%	31,717	43.37%	0.36			
2010E	705,591	16.18%	42,640	34.44%	0.49			
2011E	806,387	14.29%	52,388	22.86%	0.60			

发行数据	2008 年
发行前股本 (万股)	66,000
发行数量 (万股)	22,000
发行价格 (元)	11.78
发行前 EPS (元)	0.34
发行后 EPS (元)	0.24
发行前每股净资产 (元)	1.61
发行日期	2009-9-23
上市日期	2009-10-15
主承销商	中信建投

分析师: 耿云 周思立

TEL: (8621)6336 7000-296

FAX: (8621)6337 3209

Email: Cloud.geng@gmail.com

地 址:上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、公司基本情况

中国国旅股份有限公司是由中国国旅集团有限公司以旅行社业务免税业务相关资产整体重组改制，并联合华侨城集团，共同发起设立的股份有限公司。旅行社业务和免税业务为公司的主营业务。

公司的旅行社业务主要包括入境游、出境游、国内游、票务代理和签证等传统业务以及旅游电子商务、商务会奖旅游、海洋游船、旅行救援等新兴业务和专项旅游业务，经营主体为国旅总社。国旅总社是我国旅行社业务种类最齐全的大型综合旅行社运营商，在中高端旅行社业务领域具有明显的竞争优势。自国家旅游局1993年开展旅行社百强排名以来，除2001年和2007年外，国旅总社均位居国际旅行社榜首。2008年6月，国旅总社成为第一批指定经营大陆居民赴台旅游业务的旅行社之一。国旅总社曾被北京市奥组委指定为“唯一进驻奥运村提供旅游服务的供应商”，在世界范围内形成了一个广阔的销售网络。

公司的免税业务主要包括烟酒、香化等免税品的批发、零售业务和品牌代理业务，经营主体为中免公司。目前免税品批发和零售业务仍然是中免公司的核心业务，在公司营业收入和净利润中所占比重均在90%以上。除此之外，公司还有新兴的有税业务——特许经营业务、自有品牌产品开发业务以及有税商品的品牌代理业务。中免公司是我国免税行业的龙头企业，其免税品销售的国内市场份额排名第一。

公司的控股股东为中国国旅集团有限公司。本次上市完成后，国旅集团和华侨城集团将分别持有的本公司1,861.54 万股、338.46 万股（合计2,200 万股，按本次发行上限22,000 万股的10%计算）股份划转给全国社会保障基金理事会。

表 1 公司上市前股本结构

股东名称	持股数量（万股）	持股比例
中国国旅集团有限公司	55,846.15	84.62%
华侨城集团公司	10,153.85	15.38%
合计	66,000.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书

二、行业分析

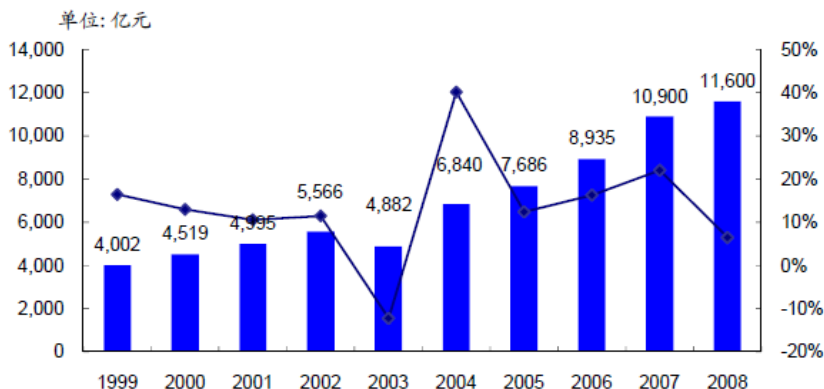
1. 旅行社行业

旅行社是现代旅游业的主要支柱之一，是行业经营核心所在。旅行社行业为许可经营行业。

（1）旅游行业整体稳健增长

1999到2008年以来，除受2003年“非典”疫情影响和2008年南方低温雨雪冰冻灾害、汶川特大地震灾害、西藏拉萨事件、国际金融和经济危机、北京奥运会安保措施对签证的限制等影响，旅游行业总收入近10年总体稳步增长，行业总收入2008年达11600亿元，年复合增长率12.55%。

图 1 1999 年-2008 年我国旅游行业总收入情况

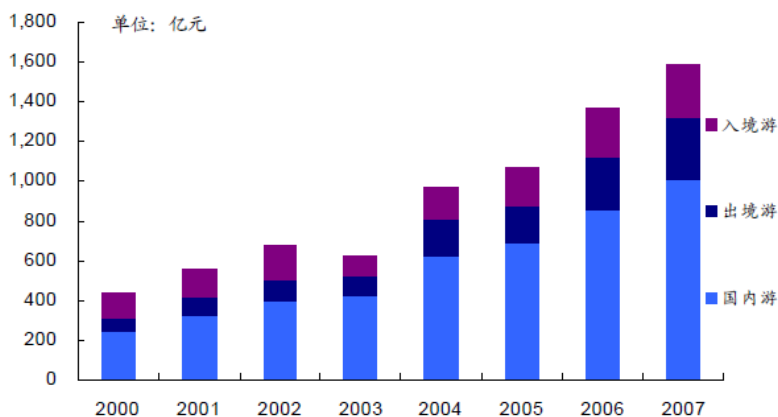


资料来源：国家旅游局

（2）旅行社行业高速增长

2000年-2007年，全国各类旅行社数量从8,993家增至19,720家，营业收入从470亿元增至1,639亿元，年复合增长率达19.54%。旅行社最主要的旅游业务通常包括入境游、国内游和出境游三大业务板块，其中国内游和出境游合称“中国公民游”。2000年以来，随着国内经济的快速发展和居民收入水平的提高，中国公民游占旅行社旅游业务收入的比重有所上升。

图 2 2000 年-2007 年旅行社旅游业务收入情况



资料来源：国家旅游局

2005年-2007年，入境游、国内游和出境游的平均毛利率分别为7.89%、5.98%和5.10%；同期毛利额则分别为18.45亿元、50.86亿元和12.92亿元。从毛利率水平来看，入境旅游的毛利率水平最高；从毛利额来看，入境旅游业务规模限制，毛利额低于国内游。

（3）发展前景

世界旅游组织预测，到2015年，中国入境过夜旅游人次和出境旅游人次均可达

到1 亿人次，成为全球最大的国际旅游目的地国家和第四大旅游客源国；国内旅游将达到28 亿人次，居民平均出游率2 次，成为世界上最大的国内旅游市场。

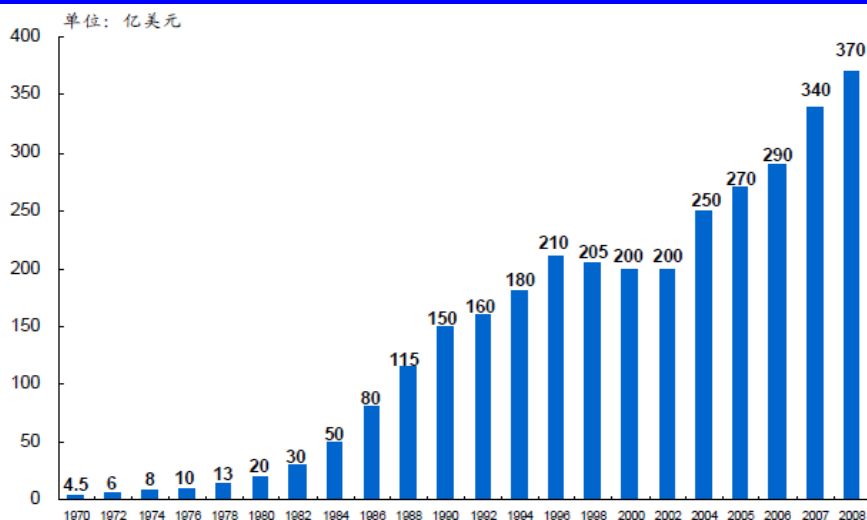
另一方面，我国旅游总收入占GDP的比重目前维持在4 %左右，与中等发达国家10 %左右的比重有较大差距，还有很大增长空间。

2. 免税行业分析

免税行业是指在口岸、运输工具、市内等区域的特定场所，向出入境游客提供免税商品销售服务的旅游服务行业，免税商品减免的是进口关税和进口环节征收的增值税和消费税。常见的免税商品包括香水、化妆品、烟草、酒水、食品、精品及各类奢侈品等。我国免税业具有很强的政策性，由国家特许经营。

近五年来全球免税业增长势头良好，年复合增长率为10.30%，2008年全球免税行业零售额达380亿美元。

图3 1970-2008 年全球免税业消费额趋势图

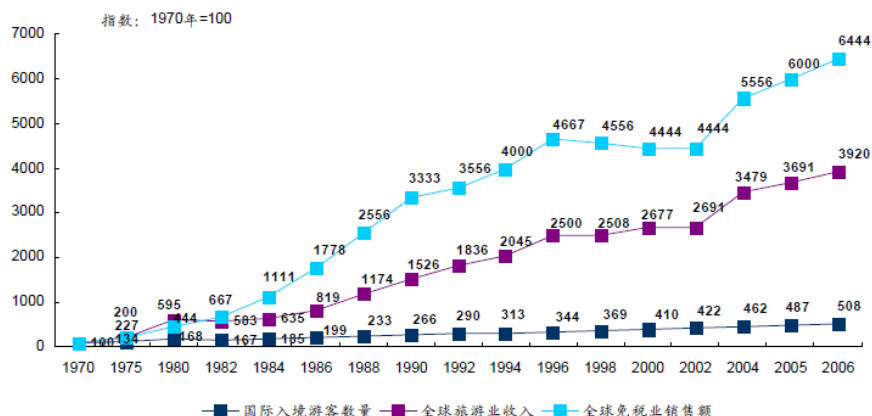


资料来源：Generation Research

我国免税产品销售渠道以边境口岸点和机场/机上免税店为主，占据了三分之二的市场份额；单个免税店经营规模偏小。商品结构方面，烟酒类免税商品的销售额占总销售额的比重偏高，香化、精品等其他免税商品次之。我国免税业经营还具有区域性特点，主要集中在沿海、沿边、交通便利、出入境人数集中的一类口岸地区。此外，我国免税业不具备显著的周期性特点。

免税行业发展与旅游行业的发展密切相关，其发展趋势基本与旅游行业一致。

图 4 1970-2006 年全球免税业销售额、旅游收入、国际游客入境数量趋势图



资料来源: Generation Research

我国免税店人均消费额为10美元, 远低于世界平均水平15.3美元, 具有广阔增长空间。

三、公司在行业中的地位及发展前景

1. 旅行社业务

国家旅游局每年对全国的国际旅行社和国内旅行社进行百强排名, 其中, 国际社主要根据入境旅游外联人天数、接待人天数、旅游业务营业收入、旅游业务毛利润、国内旅游组织人天数、国内旅游接待人天数、实缴税金、外汇结汇等指标进行排序。自国家旅游局1993年开展百强排名以来, 除2001年和2007年以外, 国旅总社均位居全国国际旅行社榜首。

表 2 国旅总社近年来所获主要荣誉和奖项

荣誉和奖项	获奖年度	评定单位
2002 年度中国旅游知名品牌	2002	《中国旅游报》
最佳入境旅行社 Best Travel Agencies (InboundMarket)	2004	《旅讯 (Travel Weekly China) 》
中国最佳旅行社 Best Travel Agency- China	2005	TTG Asia
影响 2006 • 旅游品牌	2006	《精品购物指南》
最佳入境旅行社 BestTravelAgencies (InboundMarket)	2006	《旅讯 (Travel Weekly China) 》
中国最佳旅行社 Best Travel Agency- China	2006	TTG Asia
影响 2007 • 旅游品牌	2007	《精品购物指南》
中国最佳旅行社 Best Travel Agency- China	2007	TTG Asia
最佳入境旅行社 Best Travel Agencies (InboundMarket)	2007	《旅讯 (Travel Weekly China) 》
最佳入境旅行社 Best Travel Agencies (InboundMarket)	2008	《旅讯 (Travel Weekly China) 》

资料来源: 公司招股说明书、东北证券金融与产业研究所

国旅总社在入境游业务方面有绝对优势, 但相对其他旅行社, 中国公民游起步较晚, 在国内游的运作经验、组织接待规模、营业收入等方面仍有很大提升空间。

同时，国旅总社还积极拓展新业务。北京奥运会后，国旅总社承接了鸟巢和水立方的团购门票总代理；国旅总社与商务部合办海外签证中心，目前已经有位于澳大利亚的三家。

2. 免税品业务

目前我国境内获准经营免税商品批发兼零售业务的免税运营商主要有4家，分别为：中免公司、深圳市国有免税商品（集团）有限公司、珠海免税企业集团有限公司和日上免税行（上海）有限公司。其中只有中免公司可以在全国范围内的主要机场、港口和边境口岸经营免税业务，不存在地域限制。

表 3 境内免税运营商经营区域分布情况

免税运营商	主要经营区域
中免公司	全国主要机场、港口、边境口岸等
深圳市国有免税商品（集团）有限公司	深圳各口岸
珠海免税企业集团有限公司	珠海各口岸
日上免税行（上海）有限公司	上海浦东国际机场、北京首都国际机场

资料来源：公司招股意向书

中免公司作为我国免税行业的龙头企业，其境内市场份额始终排名第一，2008年，中免系统免税店销售额约占国内零售总额的40%。

四、公司经营分析

2008年，中国国旅实现营业收入58.19亿元，营业利润4.16亿元，归属母公司所有者净利润2.21亿元，同比增速分别为-2.48%、10.5%和1.74%。公司收入主要源自包括入境游、出境游、国内游在内的“三游业务”和免税业务。

图 5 2008 年公司营业收入来源构成

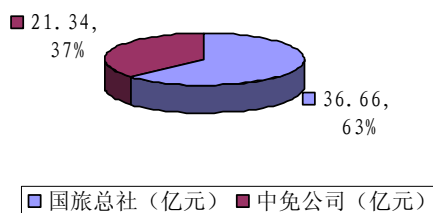
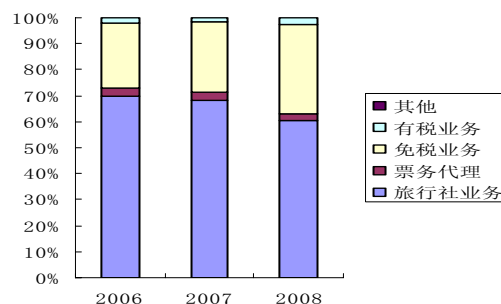


图 6 2008 年公司营业收入业务构成



资料来源：公司招股说明书、东北证券金融与产业研究所

1. 三游业务

2007 年度和 2008 年度，公司旅行社“三游”业务收入分别比上年同期增长

20.84%和-14.92%。2008 年度旅行社业务收入下降的主要原因是：南方冰冻雨雪灾害、“314”拉萨事件、汶川地震、奥运会安保措施、全球经济危机等突发因素或重大事件，对公司的入境游和国内游等业务造成了一定的短期负面影响。受上述因素影响，免税业务的增长幅度亦有所下降，从2007 年度的33.42%下降至2008 年度的21.54%。因此，2008 年度，旅行社“三游”业务收入在营业收入中的比重由2007 年度的68.10%下降至59.42%，免税业务收入在营业收入中的比重则由2007 年度的27.19%上升至33.88%。

相对而言，入境游是公司的传统优势业务，对公司的营业收入贡献最大。2008 年公司入境游毛利率达18.31%，远超过行业平均水平8%。

表 4 国旅总社“三游”业务收入结构

项目	2008 年度		2007 年度		2006 年度	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
入境游	108,447.16	31.37%	167,243.33	41.16%	145,585.45	43.30%
出境游	142,115.14	41.11%	132,919.08	32.71%	110,187.85	32.77%
国内游	95,141.35	27.52%	106,165.66	26.13%	80,475.23	23.93%
合计	345,703.65	100%	406,328.07	100%	336,248.53	100%

资料来源：公司招股说明书

2. 免税业务经营分析

中免公司除经营传统的免税业务以外，还积极拓展有税商品业务，包括奥运特许产品、自有品牌产品以及品牌代理产品等；但目前免税商品的批发零售仍是公司的核心业务，其营业收入占中免公司营业收入的90%以上。免税业务毛利率相对较高，具有较高的盈利能力，虽然营业收入仅占国旅公司营业收入的三成，但对毛利润贡献将近五成。

表 5 公司各项业务毛利率情况

项目	2008 年度	2007 年度	2006 年度
“三游”业务	10.42%	10.12%	9.80%
其中：入境游	18.31%	14.65%	13.71%
出境游	7.32%	6.86%	7.56%
国内游	6.07%	7.07%	5.80%
免税业务	33.24%	29.82%	30.76%
其他业务	60.56%	79.46%	75.17%
综合毛利率	21.52%	18.74%	18.77%

资料来源：公司招股说明书

五、募集资金项目

表 6 公司募集资金使用及计划

单位：万元

序号	项目名称	募集资金需求量	项目建设主体
1	境内旅行社网络建设	45,000	国旅总社
2	开设市内免税店	27,055	中免公司
3	设立商务会奖旅游子公司	10,000	国旅总社
4	免税零售网络建设	25,064	中免公司
5	境外旅行社网络建设	20,612	国旅总社
6	有税服装品牌代理	9,974	中免公司
7	旅游电子商务	10,000	国旅总社
8	外轮供应	8,659	中免公司
9	全国会员制营销	5,000	国旅总社
10	信息化系统建设	9,106	中免公司
合计	-	170,470	-

资料来源：公司招股说明书

1. 境内旅行社网络建设

公司拟在我国北部、华东、华南三大区域选择经济、文化、旅游发达的重点城市投资设立36家旅行社，并对国旅总社全资子公司一国旅集团上海有限公司进行增资，新开设的旅行社与国旅总社原有旅行社网络协同展开相关业务，以形成统一采购、统一销售的规模优势和网络优势。

表 7 国旅总社旅行社选址

性质	城市
既是客源地又是目的地 (19个)	沈阳、北京、天津、上海、苏州、无锡、扬州、镇江、杭州、宁波、温州、深圳、广州、中山、珠海、东莞、长沙、福州、海口
客源地(6个)	长春、呼和浩特、南通、合肥、南昌、番禺
入境游目的地(7个)	哈尔滨、汕头、桂林、荆州、成都、重庆、昆明
国内游目的地(5个)	西宁、徐州、兰州、拉萨、贵阳

资料来源：公司招股说明书

项目实施后预计财务净现值为14,586万元，内部收益率为15%，静态投资回报率为12.4%，投资回收期约9年。

2. 开设市内免税店

开设市内免税店是中免公司完善销售渠道、扩大销售规模、提高盈利水平的必要零售终端。本项目拟在大连、厦门、青岛三个城市分别成立子公司，建设大型室内免税购物商场，销售国际、国内高档免税精品、香水化妆品、服装、珠宝等。主要目标市场定位于来华旅游的外国人士。项目建成后，预计内部收益率为22.01%，财务净现值为23,444万元，投资回收期为5.13年。

3. 设立商务会奖旅游子公司

商务会奖旅游是以商务为主要目的，以会议、展览、奖励旅游等活动为依托而发展起来的上午会奖旅游，能促进业务发展、塑造企业文化，是西方流行的一种企业管理方式，也是旅游业界的一项高端产品，也是现代旅游业中最重要的细分市场。国旅总社拟分别在北京、上海、深圳成立商务会奖旅游全资子公司，其中北京子公司统一管理后两者，通过整合资源，专业从事商务会奖旅游，抢滩大城市的会奖专业市场。

据国际旅行及旅游委员会（World Travel & Tourism Council, WTTC）的预测，2004年到2014年世界各国商务会奖旅游都将有长足发展，全世界总收入将上升50.4%。

本项目实施后预计财务净现值为2,560万元，内部收益率为14.75%，投资回收期为5.3年。

4. 免税零售网络建设

项目拟在达到国家政策规定的建店条件的机场、穿上、边境、客运站等口岸城市和边境地区开设26家控股免税店和对已有9家控参股免税店进行增资，扩大中免公司免税品零售规模，完善中免公司免税零售网络，加强免税零售渠道的广度和深度，提高公司的销售规模和利润水平。

项目建成后预计内部收益率为58.14%，财务净现值为108,174万元，静态投资回收期为2.54年。

5. 境外旅行社网络建设

项目拟在境外投资建设旅行网络，向现有的6家境外子公司（即法国、德国、美国、日本、丹麦和澳大利亚公司）增资，并在英国伦敦、意大利米兰、西班牙马德里、俄罗斯莫斯科、美国纽约、美国迈阿密、加拿大多伦多、巴西圣保罗、墨西哥墨西哥城、新加坡、泰国曼谷、印度德里等12座城市投资新设12家境外子公司，在巩固国旅总社境外现有旅游市场的基础上，开拓新的境外旅游市场。

本项目实施后财务净现值为3153.94万元，内部收益率为11.00%，投资回报率为10.50%，投资回收期为8年。

6. 有税服装品牌代理

中免公司为开展有税商品的代理业务专门于2007年10月成立了一家全资子公司——弘铭博（北京）商贸有限公司，本次发行募集资金将用于对其进行增资，由其实施本项目。公司选定了SAND, Marc O' Polo, Footlocker, Topshop, ZILLI和Porsche Design六个品牌作为目标品牌，开展服装品牌代理业务。目前，第一家SAND品牌代理店已经顺利开业，与Marc O' Polo 的品牌代理协议也已签署。

本项目内部收益率为19.37%，预计财务净现值为5,032万元，静态投资回收期为6.41年。

7. 旅游电子商务

旅游电子商务是未来中国旅游业的市场走向，发展前景广阔。根据艾瑞市场咨询公司发布的研究报告，2007年中国在线旅游市场规模约为22.7亿元，与2007年整个中国旅游市场规模10,957亿元相比，网络旅游预订规模尚不足整个旅游市场规模的1%，预计到2010年中国在线旅游市场规模将达65亿元。

国旅总社拟通过IT和互联网技术建设覆盖全国的虚拟平台和虚拟渠道网络，依托国旅总社B2B资源系统、B2C在线网站、呼叫中心三位一体信息交易平台，将传统旅行社的经营模式和盈利水平在更为广泛的地域和市场做强、扩展和放大，为境外旅游者提供专业化电话及在线咨询、预定一体化服务，实现规模交易。

8. 外轮供应

我国已成为世界上最重要的海运大国之一，目前全球国际海运货运量52亿吨，有19%的大宗海运货物运往中国，20%的集装箱来自中国；新增的大宗货物海洋运输中，60%-70%是运往中国的；中国的港口货物吞吐量和集装箱吞吐量均已居世界第一。我国外轮供应市场潜力巨大。

中免公司计划立足国内主要大型港口市场，以南、北、中三个大型港口及周边港口业务的展开为起点，租赁港口的经营面积，经营外轮供应业务。以国际船东为对象，以订单交易为主要交易方式，主要供应船用物料及船员伙食等。目标是在积累一定的经验后，进行全国性的拓展工作，目标是将中免公司的外轮供应业务覆盖到全国各主要港口，成为中国外供业的代表。

本项目预计内部收益率为22.68%，财务净现值为8959万元，静态投资回收期为6.13年。

9. 全国会员制营销

国旅总社多年的经验表明，通过会员制对客户实施忠诚影响，向会员提供专享的积分奖励及一系列优惠增值服务，与会员建立起感情并互相信任，是保证会员（客户）长期忠诚的重要方式之一。

本项目计划依托国旅总社广泛的营销网络，发行“天下卡”、销售“天下通卡”，在国旅总社网站设立中国国旅会员旅游俱乐部频道，并以网络作为运营管理平台。会员制营销不仅会带来直接的经济效益，也能提升公司的品牌价值和产品竞争力。

10. 信息化系统建设

对中免公司来说，充分利用现代信息化手段，提高商业连锁企业管理和生产效率，实现科学化、现代化的管理，将带来巨大的经济效益。中免公司门店多，但规

模较小，客户的目标针对性较强，信息化建设能帮助企业实现集团化、标准化、集中化、统一的管理。

中免公司拟建设一套完整的零售信息化管理系统，覆盖公司本部及其下属全部零售门店，进一步提高对零售终端的控制力度和管理水平，建立统一的连锁零售管理运作模式。该项目既有直接的和当前的效益，也有间接的和长远的效益。

六、估值分析

我们选取旅游行业上市公司作为参照公司，同时也选取最近上市的主板新股发行情况作为参照（见表8）。

表 8 可比公司估值数据

行业可比公司估值情况			近期主板上市新股估值情况		
代码	名称	08 年 PE	代码	名称	08 年 PE（按发行后股本）
600138	中青旅	34.1	601668	中国建筑	51.28
600054	黄山旅游	39.3	601107	四川成渝	20.00
000888	峨眉山 A	42.3	601788	光大证券	58.56
601007	金陵饭店	36.1	601618	中国中冶	22.36
000978	桂林旅游	84.4			
002033	丽江旅游	35.2			
000428	华天酒店	43.2			
平均		44.9			38.05

资料来源：东北证券金融与产业研究所

目前与公司业务最接近的上市公司是中青旅，08年PE为34.1倍。旅游行业公司（扣除市盈率过高的部分公司）平均市盈率为44.9倍。

考虑到中国国旅在行业中的竞争优势和免税店业务的高成长性，我们认为公司上市后合理定价水平在16.20-17.28元之间。

投资评级说明:

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209