

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

6-12 个月目标价: 25.00 元

当前股价: 18.62 元

评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	3179.08
总股本(百万)	880
流通股本(百万)	176
流通市值(亿)	33
EPS (TTM)	
每股净资产 (元)	4.15
资产负债率	29.50%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国国旅			
上证综合指数			

中国国旅

601888

强烈推荐

股价具有安全边界 海南国际旅游岛提升估值空间

投资要点:

- 作为中国旅行社业和免税业的“双龙头”，公司将充分受益于我国旅游业未来黄金十年的发展。08 年，我国人均 GDP 首次超过 3000 美元，中国旅游业将进入加速发展阶段，公司的两大业务将充分受益。08 年国旅总社在全国旅行社行业市场占有率为 2.2%，08 年中免系统免税店免税品销售额约占国内免税品零售总额的 40%，均为所在行业龙头。
- 2010 年旅行社业务盈利能力将全面恢复，公司计划 3-5 年再造一个国旅总社。09 年受金融危机和甲流疫情影响，毛利率较高的出入境游业务出现负增长，预计在 2010 年国际国内宏观形势趋好背景下，三大旅行社业务将全面实现较快正增长。以改制上市为契机，公司确立了 5 年内营收与利润翻番的战略目标。09 年，国旅品牌价值达 137 亿元。
- 中免公司最直接受益我国免税业的快速成长，已成上市公司盈利支柱。04-08 年，我国免税业收入年均增长 16%，显著高于全球 10% 的平均水平。08 年我国免税业销售额占全球比重仅为 2%，与中国经济和旅游市场地位不相匹配，随着我国机场、口岸建设加速，中国免税业将迎来更好发展。06-08 年，公司免税业务 CAGR 达 27.34%，且净利率高达 16%-20%，使得 08 年免税业务收入占比仅 37%，但权益利润占比高达 90% 以上，公司 06-08 年净利润 CAGR 达 38.38% 也源于此。
- 机场入境免税店经营有望迎来政策利好。中免公司目前的机场免税店均为出境店，而日上、深免、珠免均同时拥有入境店。国际经验显示，入境店能带来 30% 以上的业务增量。日上例子也显示入境免税店收入占总收入 1/3 左右，增量显著（能实现出境购物寄存入境提货）。中免公司有望在 2010 年迎来政策放开，但可能采取先试点再推广模式。
- 中免公司有望成为海南国际旅游岛离岛免税业务最大赢家。预期《海南国际旅游岛规划纲要》获国务院批复只是时间问题，最快预计将在今年年底明年年初推出。在目前形势下，中免独占三亚市内免税市场份额是大概率事件，海口尚存在不确定性。但拥有了三亚即等于拥有了海南市场制高点，中性预期中免公司获得全省 50% 市场份额。我们初步测算三亚市离岛免税业务市场空间达 90 亿元，考虑到 2010 年门店数限制和市场推广初期等因素，中免公司收入增量能达 20 亿元（IPO 超额募集的 8 亿元将为公司三亚门店扩张提供有利支持）。
- 给予“强烈推荐”投资评级。我们预测中国国旅现有政策背景下 09-11 年 EPS 分别为 0.33、0.45、0.58 元，年均复合增长率达 32.4%，属谨慎预测。公司目前股价对应 2010 年 PE 为 40 倍，不论是从成长性还是从国旅总社网络及品牌价值加上中免的重估值，公司现处 18-19 元股价都具有一定安全边界。考虑到入境免税店和海南离岛免税店即将迎来巨大政策利好对公司长期价值的显著提升，我们给予公司未来 6-12 个月目标价 25-30 元，给予“强烈推荐”投资评级。

主要财务指标

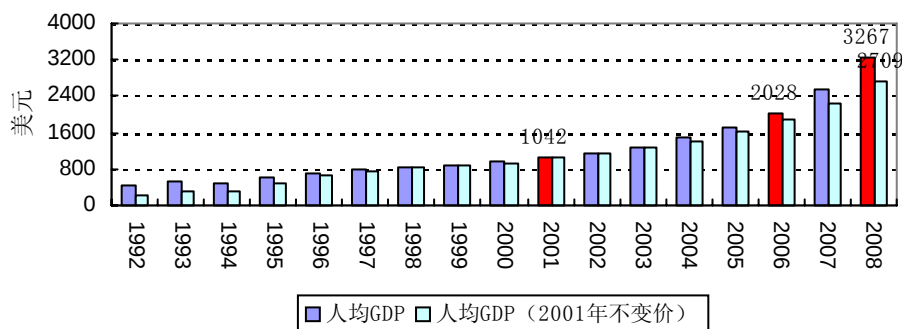
单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5819	5922	7612	9285
同比(%)	-2%	2%	29%	22%
归属母公司净利润(百万元)	221	286	400	513
同比(%)	2%	29%	40%	28%
毛利率(%)	21.5%	23.8%	24.1%	24.3%
ROE(%)	24.8%	7.9%	12.4%	17.5%
每股收益(元)	0.25	0.33	0.45	0.58
P/E	74.07	57.28	40.97	31.96
P/B	18.34	4.53	5.09	5.60
EV/EBITDA	33	25	18	13

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

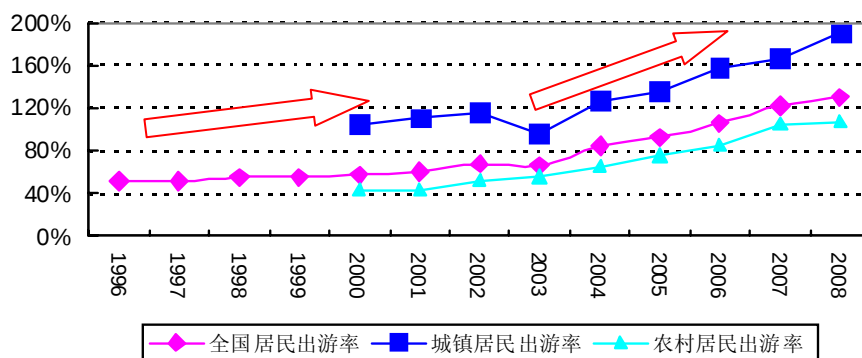
- 《三季度业绩加速增长 免税业务抗风险性较强》 2009-10-22
- 《中国国旅-旅游业务搭台 免税业务唱戏》 2009-9-17

图 1: 2008 年我国人均 GDP 已超过 3000 美元



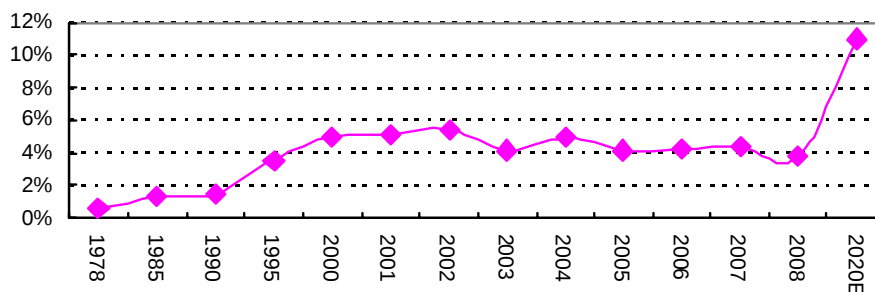
资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 2: 我国城乡居民出游率呈加速上升趋势



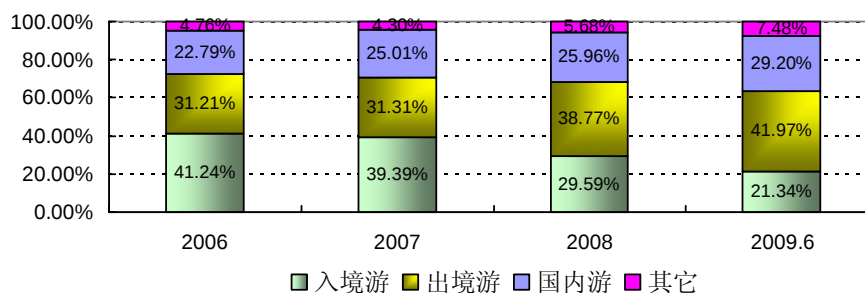
资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 3: 预期 2020 年我国旅游总收入占 GDP 比重达 10%以上



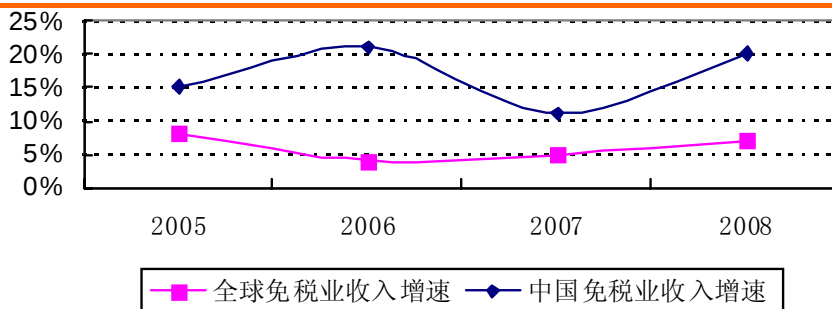
资料来源: 国家统计局、国家旅游局、中投证券研究所

图 4: 最近三年又一期国旅总社营业收入构成



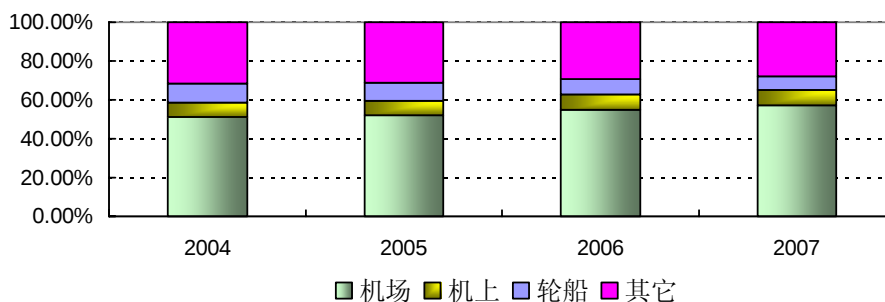
资料来源: 招股意向书、中投证券研究所

图 5：我国免税业增速显著高于全球平均水平



资料来源：中投证券研究所

图 6：机场免税店是全球免税业最重要销售渠道

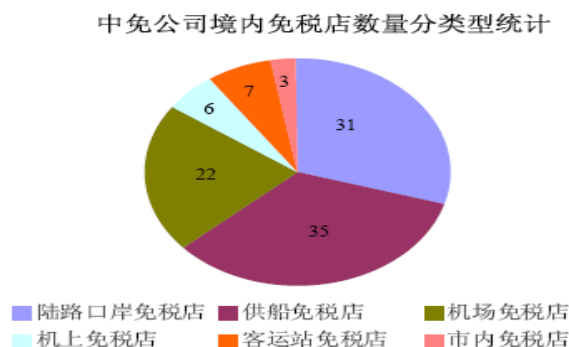


资料来源：招股意向书、中投证券研究所

图 7：中免公司参控股免税店分布图



图 8：中免公司境内免税店分类型统计



资料来源：招股意向书

图 9：最近三年又一期公司营业收入来源

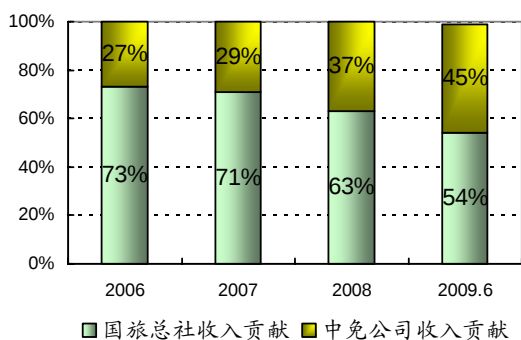
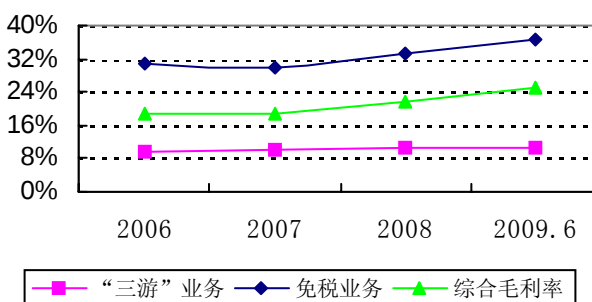


图 10：免税业务的高毛利率导致公司高毛利率



资料来源：招股意向书、中投证券研究所

表 1：处于稳定经营期的海南岛离岛免税业务市场空间静态测算（以 08 年全省接待旅游过夜人数 2060 万人次为基准）

免税业务收入（亿元）		人均购物支出（元）						
		500	1000	1500	2000	2500	3000	3500
购 物 人 数 比 例	10%	10.3	20.6	30.9	41.2	51.5	61.8	72.1
	20%	20.6	41.2	61.8	82.4	103.0	123.6	144.2
	30%	30.9	61.8	92.7	123.6	154.5	185.4	216.3
	40%	41.2	82.4	123.6	164.8	206.0	247.2	288.4
	50%	51.5	103.0	154.5	206.0	257.5	309.0	360.5
	60%	61.8	123.6	185.4	247.2	309.0	370.8	432.6
	70%	72.1	144.2	216.3	288.4	360.5	432.6	504.7
	80%	82.4	164.8	247.2	329.6	412.0	494.4	576.8

注释：假设人均免税购物限额高出给定讨论值

资料来源：中投证券研究所

表 2：处于稳定经营期的三亚市离岛免税业务市场空间静态测算（以 08 年全市接待旅游过夜人数 604 万人次为基准）

免税业务收入（亿元）		人均购物支出（元）						
		1500	2000	2500	3000	3500	4000	4500
购 物 人 数 比 例	20%	18.1	24.2	30.2	36.2	42.3	48.3	54.4
	30%	27.2	36.2	45.3	54.4	63.4	72.5	81.5
	40%	36.2	48.3	60.4	72.5	84.6	96.6	108.7
	50%	45.3	60.4	75.5	90.6	105.7	120.8	135.9
	60%	54.4	72.5	90.6	108.7	126.8	145.0	163.1
	70%	63.4	84.6	105.7	126.8	148.0	169.1	190.3
	80%	72.5	96.6	120.8	145.0	169.1	193.3	217.4
	90%	81.5	108.7	135.9	163.1	190.3	217.4	244.6

注释：假设人均免税购物限额高出给定讨论值，08 年三亚游客人均支出是全省平均水平的 160%。

资料来源：中投证券研究所

表 3：处于市场推广期的 2010 年三亚市离岛免税业务市场空间静态测算（以 08 年全市接待旅游过夜人数 604 万人次为基准）

免税业务收入（亿元）		人均购物支出（元）						
		400	800	1200	1600	2000	2400	2800
购 物 人 数 比 例	5%	1.2	2.4	3.6	4.8	6.0	7.2	8.5
	10%	2.4	4.8	7.2	9.7	12.1	14.5	16.9
	15%	3.6	7.2	10.9	14.5	18.1	21.7	25.4
	20%	4.8	9.7	14.5	19.3	24.2	29.0	33.8
	25%	6.0	12.1	18.1	24.2	30.2	36.2	42.3
	30%	7.2	14.5	21.7	29.0	36.2	43.5	50.7
	35%	8.5	16.9	25.4	33.8	42.3	50.7	59.2
	40%	9.7	19.3	29.0	38.7	48.3	58.0	67.6

注释：设人均免税购物限额高出给定讨论值

资料来源：中投证券研究所

表 4: 中国国旅各主营业务增长预测

主营业务类别	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)				
入境游	1084.47	867.58	1301.37	1626.71
国内游	951.41	1046.55	1255.87	1444.25
出境游	1421.15	1350.09	1620.11	1944.14
免税业务	1971.60	2267.34	2947.55	3684.43
其它	390.00	390.00	487.50	585.01
合计:	5818.64	5921.57	7612.40	9284.53
营业成本(百万元)				
入境游	885.90	702.74	1056.71	1324.14
国内游	893.66	973.30	1167.96	1343.15
出境游	1317.12	1235.34	1482.40	1778.88
免税业务	1316.22	1451.10	1886.43	2358.04
其它	153.83	148.20	185.25	222.30
合计:	4566.76	4510.67	5778.75	7026.51

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2270	4148	3654	3634	营业收入	5819	5922	7612	9285
现金	1120	2784	1909	1467	营业成本	4567	4511	5779	7027
应收账款	510	616	752	899	营业税金及附加	48	54	70	85
其它应收款	81	132	142	170	营业费用	471	521	624	706
预付账款	70	70	94	110	管理费用	358	349	449	556
存货	488	541	751	984	财务费用	8	-2	-23	-17
其他	1	4	6	4	资产减值损失	7	8	9	8
非流动资产	750	1364	1937	2161	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	144	132	142	139	投资净收益	56	60	70	80
固定资产	443	983	1514	1722	营业利润	416	541	774	1000
无形资产	28	27	26	24	营业外收入	18	18	21	19
其他	135	223	256	275	营业外支出	4	3	4	4
资产总计	3020	5513	5591	5794	利润总额	429	555	792	1015
流动负债	1883	1498	1773	1996	所得税	97	125	178	228
短期借款	445	0	0	0	净利润	333	430	614	787
应付账款	661	668	832	1023	少数股东损益	112	144	214	274
其他	777	830	940	973	归属母公司净利润	221	286	400	513
非流动负债	6	13	6	4	EBITDA	479	618	888	1167
长期借款	0	0	-2	-5	EPS (元)	0.34	0.33	0.45	0.58
其他	6	12	9	9					
负债合计	1889	1511	1779	2000	主要财务比率				
少数股东权益	238	382	596	870	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	660	880	880	880	成长能力				
资本公积	123	2323	1523	723	营业收入	-2.5%	1.8%	28.6%	22.0%
留存收益	141	427	827	1340	营业利润	10.5%	29.9%	43.2%	29.2%
归属母公司股东权益	893	3620	3216	2924	归属于母公司净利润	1.7%	29.3%	39.8%	28.2%
负债和股东权益	3020	5513	5591	5794	获利能力				
					毛利率	21.5%	23.8%	24.1%	24.3%
					净利率	3.8%	4.8%	5.3%	5.5%
					ROE	24.8%	7.9%	12.4%	17.5%
					ROIC	136.3	39.8%	33.7%	35.9%
					偿债能力				
					资产负债率	62.6%	27.4%	31.8%	34.5%
					净负债比率	23.82	0.14%	-0.01%	-0.11%
					流动比率	1.21	2.77	2.06	1.82
					速动比率	0.95	2.41	1.64	1.33
					营运能力				
					总资产周转率	1.99	1.39	1.37	1.63
					应收账款周转率	10	11	11	11
					应付账款周转率	6.83	6.79	7.70	7.57
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.25	0.33	0.45	0.58
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.33	0.62	0.79
					每股净资产(最新摊薄)	1.02	4.11	3.65	3.32
					估值比率				
					P/E	74.07	57.28	40.97	31.96
					P/B	18.34	4.53	5.09	5.60
					EV/EBITDA	33	25	18	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德、金陵饭店、中国国旅、湘鄂情。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434