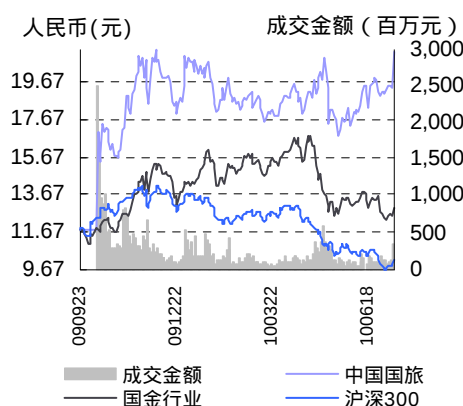


中国国旅 (601888.SH)**综合旅游行业****评级：买入 维持评级****公司研究**

市价（人民币）：21.34 元
目标（人民币）：25.00-26.50 元

长期竞争力评级：高于行业均值**市场数据(人民币)**

已上市流通 A 股(百万股) 220.00
总市值(百万元) 18,779.20
年内股价最高最低(元) 21.40/11.78
沪深 300 指数 2647.10
上证指数 2470.92

**相关报告**

1. 《业绩符合预期,关注入境游复苏、政策预期》, 2010.4.30
2. 《旅行社盈利能力受累机制障碍,免税业务优势受益政策垄断》, 2009.9.21

旅游主业快速增长，期待国人免税政策落地**公司基本情况(人民币)**

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.335	0.355	0.480	0.570	0.681
每股净资产(元)	1.35	4.21	5.60	5.96	6.40
每股经营性现金流(元)	0.29	0.18	0.40	0.68	0.86
市盈率(倍)	N/A	58.92	44.47	37.45	31.34
行业优化市盈率(倍)	27.51	57.40	57.40	57.40	57.40
净利润增长率(%)	1.74%	41.37%	35.01%	18.75%	19.51%
净资产收益率(%)	24.76%	8.44%	6.85%	7.65%	8.51%
总股本(百万股)	660.00	880.00	880.00	880.00	880.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **高景气的旅游市场奠定三游业务增长基石**：今年入境游持续复苏，出境旅游高速增长，国内游市场稳步推进，均拉动公司旅行社业务收入的提升。虽然入境游复苏步伐相较出境游及国内游增速幅度小，但由于入境游的毛利空间大，总体而言，三游业务的利润增长是非常可观的。
- **免税业务维持垄断优势，有税业务借助协同效应**：我国的免税品行业采用垄断经营，中免公司的行业优势非常明显。同时，政策导向也降低了公司战略及经营层面的主动性和市场化程度。而有税业务借助公司已有的采购及销售渠道，有望商品销售业务中新的增长点。
- **会展旅游成长空间进一步打开**：整合国旅运通的会展业务后，公司的会展旅游业务运营实力增加，而客户及业务拓展的空间也进一步打开。

投资建议

- 我们认为在经济及行业趋好的大背景下，公司旅游服务及商品销售内在增长动力十足，公司新的业绩增长—海南国际旅游岛国人离岛免税政策也将渐行渐近，我们十分看好公司免税品行业垄断优势及此带来的利润提升。据此，我们维持对公司的“买入”的投资评级

估值

- 暂不考虑国人离岛免税政策的影响，我们预测 2010-2012 年公司每股收益为 0.48 元、0.57 元和 0.681 元，动态市盈率分别为 44.5 倍、37.5 倍和 31.3 倍，由于目前的盈利预测尚未考虑国人离岛免税政策实施可能对公司业绩带来的正面影响，而股价也部分反映了政策出台预期，相对高估值状态有望在未来 6-12 个月时间发生重大变化。

风险

- 不可抗力、突发自然灾害对旅游行业的影响；
- 人民币升值对入境旅游的负面效应进一步扩大；
- 政策出台时间低于预期。

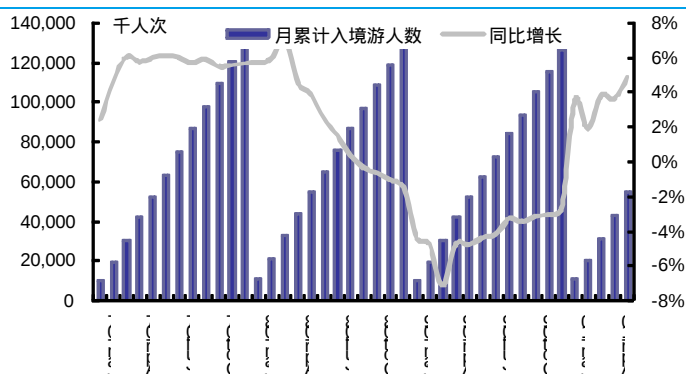
毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号：S1130208070237
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

旅行社服务 - 出境、国内旅游业务快速增长

■ 入境游 - 分享行业恢复性增长

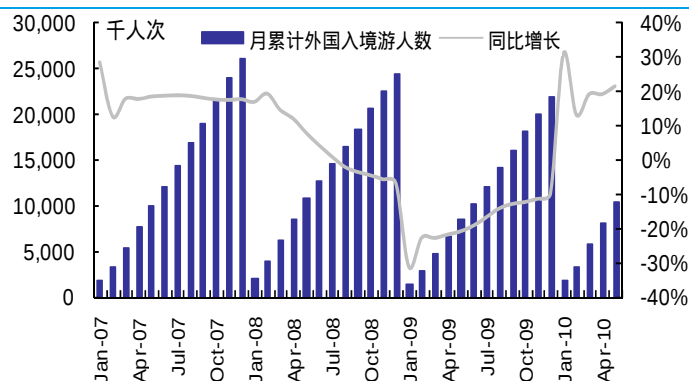
- 年初以来，中国入境游市场全面复苏。根据国家旅游局的最新统计数据，今年 1~5 月份，中国接待入境游客数累计达到 5463.69 万人，同比增长 4.84%(见图表 1)，累计入境游客增速呈现出稳步回升的态势。与此同时，入境外国游客由于去年同期尚在金融危机负面影响期，基数较低，则呈现出更快的增长，1~5 月累计接待入境外国游客 1031.58 万人次，同比增长 21.42%(见图表 2)，复苏态势十分明确。在入境游客人数增长的推动下，前 5 个月，中国累计实现旅游外汇收入 180.68 亿美元，同比增长 14.63%(见图表 3)，其中，源自于入境外国游客的外汇收入达到 105.61 亿美元，同比增幅达到 23.31%(见图表 4)，从增速对比来看，外国游客的 ARPU 值进一步提高。

图表1：中国累计入境游客数及同比增速

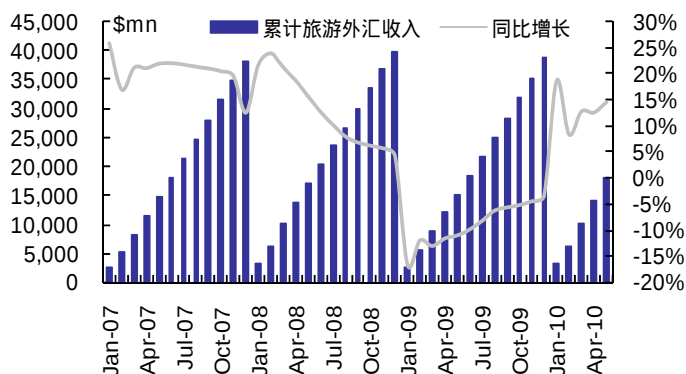


来源：CEIC，国金证券研究所

图表2：中国累计入境外国游客及同比增速

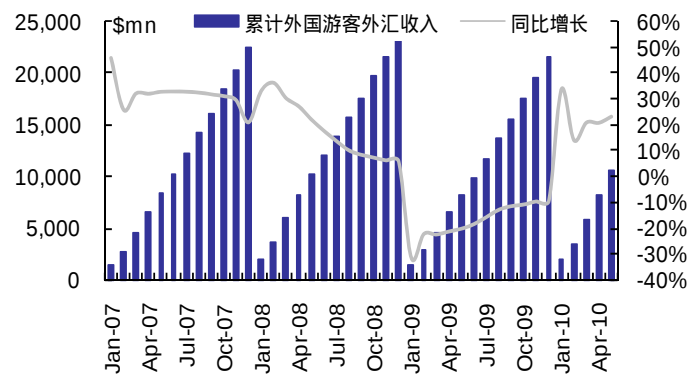


图表3：中国累计旅游外汇收入及其同比增速



来源：国金证券研究所

图表4：中国累计外国游客外汇收入及其同比增速



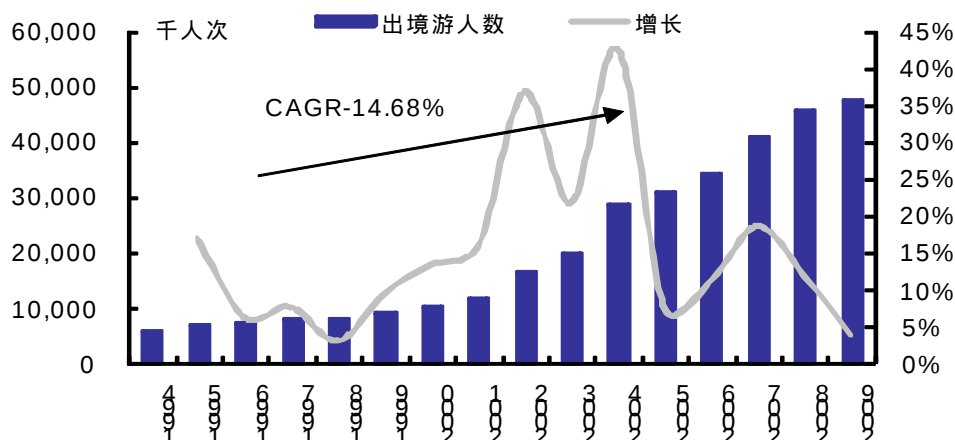
- 作为国内老牌的国际旅行社，鉴于其在入境旅游市场中的品牌影响力，国旅总社的旅游服务业务在今年入境游市场整体复苏的背景下呈现出较快的恢复性增长。今年 1 季度，国旅入境游业务同比增速约在 15% 左右，而全国 4、5 月份入境旅游市场的尊重态势来看，我们预计 2 季度公司入境游业务增速应有进一步的提高，而且，考虑到公司在外事接待市场中的较高份额，世博会也将对其上半年的入境业务产生积极影响。我们预计，上半年国旅的入境业务将实现近 18% 的增长。

■ 出境游 - 充分受益经济复苏与人民币升值

- 近几年来，随着我国国民收入提高及旅游消费的升级，出境旅游市场实现了快速发展。08、09 年的经济低谷和一系列天灾人祸以及政府对公务出境的限制在一定程度上减缓了出境游客的增长。然而，2010 年

伊始，随着中国经济的率先复苏以及人民币对除美元以外主要货币的大幅升值，上半年的出境旅游市场异常火爆，各大旅行社的出境业务基本均有 40~50% 的增长。

图表5：中国出境旅游人数及增长(1994~2005)



来源：国金证券研究所

- 1 季度由于有春节长假因素，国旅总社出境游业务同比大幅增长 75% 左右，考虑到上半年的假期分布和国人目前在选择出境旅游过程中对品牌旅行社的依赖，我们预测，上半年国旅的出境游业务增速应在 60% 以上。
- 国内游 - 受益世博，增速略高于行业
 - 受益于国内旅游市场的整体复苏，1 季度，国旅国内游业务实现增长约在 30% 左右。
 - 在世博会期间，国旅总社作为世博会首批指定旅游服务商，率旗下 57 家国旅集团理事会成员企业，共同打造了“中国国旅 2010 上海世博联盟”，推出近 60 条符合各类消费者需求的世博旅游线路。我们预计，2 季度国内旅游的持续增长加上世博会的催化推动，公司的国内游业务增速有望达到 30% 以上。
- 小结：从 1 季度乃至上半年行业走势及公司业务发展状况看，国旅今年的旅行社业务的增长态势较好。虽然入境游复苏步伐相较出境游及国内游增速幅度小，但是由于入境游的毛利空间大，总体而言，三游业务的利润增速仍会是非常可观的。

商品销售 - 免税业务继续保持快速增长

■ 免税业务

- 由于我国的免税品行业采用垄断经营，中免公司的行业优势非常明显。同时，政策导向也降低了公司战略及经营层面的主动性和市场化程度。
- 入境免税业务方面。我们国家深圳及珠海已有入境免税口岸，而日上的变相入境免税收入已占到总体销售额近 50%。公司目前厦门机场店有经营入境业务，而广州机场业务申请已经报到广东省政府，正在等待批复，公司方面则希望在亚运会之前能够批下来。由于入境免税店是一家一家审批，市场的增长空间很大，我们认为公司在此项业务上将获得稳步的发展。
- 产业链整合发展方向。由于除日上、深免、珠免以外的免税商品经营企业从事免税业务，都必须通过中免的批发渠道。公司在与地方大企业的合作中，也积极的进行渠道的整合。公司争取收购更多的旗下免税店少数股东权益，以便充分的享受行业增长带来的利润空间的扩

大。同时，公司的垄断优势也增加其谈判能力。国内机场口岸改造，海南旅游岛建设，都为公司零售业务布局带来新的增长机会。

- **供应链情况。**公司目前主要通过香港子公司向各供应商的香港代表处进行烟酒产品采购，精品香化则可能通过空运直接配送，配送中心能够在 3 天内覆盖到最远的门店。
- **产品布局。**由于我国市内免税店不允许开展烟酒销售，未来的广州店主要是开展精品香化的业务，公司香化产品的售价与亚太地区其他免税市场基本达成一致水平。
- **国人离岛免税。**海南岛国人离岛免税政策渐行渐近，我们预计，今年 4 季度出台的可能性较大。海南三亚市内免税店的面积去年 4 个月亏损了 856.8 万元，预计今年还是维持亏损状态。

■ 有税业务

- 公司有税业务刚起步，主要是特许权商品销售，如一些国产精品和奥运世博等特许商品。公司开展有税业务最大的优势是具有大范围的机场渠道。2003 年公司率先成为北京奥组委授权的第一批奥运商品特许零售商，也是唯一一家拥有机场渠道销售权的特许经销商，在全国主要机场、边境、火车站等口岸共开设了 78 家奥运特许零售店，奥运特许商品销售额累计超过人民币 4 亿元。今年在上海世博园区，公司拥有两个特许商品零售中心，在各地机场有 7 家销售专柜。今年 5 月份有税商品收入达到 60 万余元，我们预计世博会对有税业务的推动效应应在下半年会十分显著。
- 目前部分有税业务涉及自有品牌的销售，运营成本较大，因此虽然有税商品的毛利率较高，但总体净利润率不高。

- **免税及有税业务协同效应。**公司杭州机场免税店将免税品及有税品统一运营，充分利用采购和销售渠道的协同优势。在下阶段国内机场升级改造，口岸面积扩大的背景下，公司商品销售业务有望实现高速增长。

其他业务

■ 会奖旅游

- 公司的会展业务在去年 12 月份正式挂牌，但是业务人员只有 30-40 人，在整合了国旅运通后，今年 1 季度实现了大幅的增长。国旅运通主要经营世界五百强企业在中国的差旅管理，合并之后，公司会奖旅游业务 1 季度增长两倍，客户行业主要为医药、直销、汽车和保险。一方面客户资源还有进一步开放的空间，另外，现有的会奖业务主要是奖励旅游，尚未开展会议展览项目，业务拓展空间极大。
- 公司 6 月份在上海和广州分别设立分公司专门从事会展业务，在这两个城市的积极布局也表明公司对会展业务发展前景的信心。

盈利预测与投资建议

- 根据此次调研的情况以及今年国内旅游业的发展态势，我们上调公司 2010~2012 年每股盈利预测至 0.48 元、0.57 元和 0.68 元，需要说明的是，这一盈利预测暂未考虑海南国际旅游岛计划推行的国人离岛免税政策可能对公司业绩产生的积极影响。
- 鉴于公司在免税商品业务上的较强垄断性和行业持续成长，近期我们一直在推荐中国国旅，而我们预期海南国际旅游岛国人离岛免税政策在年内出台仍是大概率事件，又将成为股价的催化剂。据此，我们维持对公司的“买入”评级，6~12 个月目标价 25 元。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5,967	5,819	6,065	7,406	8,501	9,666
增长率		-2.5%	4.2%	22.1%	14.8%	13.7%
主营业务成本	-4,848	-4,567	-4,694	-5,635	-6,456	-7,300
% 销售收入	81.3%	78.5%	77.4%	76.1%	75.9%	75.5%
毛利	1,118	1,252	1,371	1,771	2,045	2,366
% 销售收入	18.7%	21.5%	22.6%	23.9%	24.1%	24.5%
营业税金及附加	-46	-48	-50	-58	-65	-73
% 销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-385	-471	-475	-570	-646	-734
% 销售收入	6.5%	8.1%	7.8%	7.7%	7.6%	7.6%
管理费用	-318	-358	-355	-430	-486	-547
% 销售收入	5.3%	6.2%	5.9%	5.8%	5.7%	5.7%
息税前利润（EBIT）	370	375	492	714	848	1,012
% 销售收入	6.2%	6.4%	8.1%	9.6%	10.0%	10.5%
财务费用	-9	-8	-4	25	26	27
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-13	-7	-10	-19	-12	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	29	56	71	60	65	65
% 税前利润	7.2%	13.1%	12.9%	7.7%	7.0%	5.9%
营业利润	377	416	548	780	927	1,090
营业利润率	6.3%	7.2%	9.0%	10.5%	10.9%	11.3%
营业外收支	25	13	2	4	6	9
税前利润	402	429	550	784	933	1,099
利润率	6.7%	7.4%	9.1%	10.6%	11.0%	11.4%
所得税	-135	-97	-114	-187	-216	-242
所得税率	33.6%	22.5%	20.6%	23.8%	23.2%	22.0%
净利润	267	333	436	598	717	857
少数股东损益	50	112	123	176	215	258
归属于母公司的净利润	217	221	313	422	502	599
净利率	3.6%	3.8%	5.2%	5.7%	5.9%	6.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	267	333	436	598	717	857
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	51	63	66	110	142	185
非经营收益	-24	-38	-54	-29	-71	-74
营运资金变动	334	-168	-287	-435	-61	-16
经营活动现金净流	628	189	162	243	727	953
资本开支	-61	-49	-75	-599	-646	-613
投资	-45	-7	-18	-191	-200	-170
其他	6	29	53	60	65	65
投资活动现金净流	-100	-26	-39	-730	-781	-718
股权募资	26	360	2,558	0	0	0
债权募资	-12	-24	-249	-198	0	0
其他	-69	-484	-101	19	-88	0
筹资活动现金净流	-56	-148	2,208	-179	-88	0
现金净流量	472	16	2,331	-666	-142	235

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,105	1,120	3,463	2,797	2,655	2,890
应收款项	747	591	522	751	862	1,006
存货	301	488	592	849	937	980
其他流动资产	97	71	129	171	209	243
流动资产	2,250	2,270	4,705	4,568	4,663	5,119
% 总资产	79.2%	75.2%	85.6%	75.9%	68.4%	65.0%
长期投资	155	155	176	367	566	736
固定资产	314	454	456	943	1,453	1,887
% 总资产	11.0%	15.0%	8.3%	15.7%	21.3%	23.9%
无形资产	46	48	91	134	135	137
非流动资产	592	750	794	1,447	2,156	2,762
% 总资产	20.8%	24.8%	14.4%	24.1%	31.6%	35.0%
资产总计	2,841	3,020	5,499	6,015	6,819	7,882
短期借款	468	450	195	0	0	0
应付款项	1,340	1,295	1,178	1,251	1,416	1,604
其他流动负债	329	139	104	207	131	412
流动负债	2,137	1,884	1,477	1,458	1,546	2,016
长期贷款	6	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	5	3	0	0	0
负债	2,152	1,889	1,481	1,458	1,546	2,016
普通股股东权益	505	893	3,705	4,067	4,569	4,904
少数股东权益	185	238	314	489	704	962
负债股东权益合计	2,841	3,020	5,499	6,015	6,819	7,882

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.329	0.335	0.355	0.480	0.570	0.681
每股净资产	0.766	1.354	4.211	4.622	5.192	5.573
每股经营现金净流	0.952	0.287	0.184	0.276	0.826	1.083
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.000	0.300
回报率						
净资产收益率	43.04%	24.76%	8.44%	10.38%	10.98%	12.22%
总资产收益率	7.65%	7.32%	5.69%	7.02%	7.36%	7.60%
投入资本收益率	21.09%	18.36%	9.26%	11.93%	12.35%	13.45%
增长率						
主营业务收入增长率	22.90%	-2.48%	4.23%	22.13%	14.78%	13.70%
EBIT增长率	44.85%	1.30%	31.26%	45.11%	18.80%	19.33%
净利润增长率	53.35%	1.74%	41.37%	34.94%	18.92%	19.40%
总资产增长率	54.69%	6.30%	82.08%	9.37%	13.38%	15.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.9	35.6	29.2	32.0	32.0	33.0
存货周转天数	21.4	31.5	42.0	55.0	53.0	49.0
应付账款周转天数	49.2	53.4	51.5	42.0	41.0	41.0
固定资产周转天数	18.6	27.8	27.4	33.7	38.3	39.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-91.42%	-59.24%	-81.32%	-61.38%	-50.35%	-49.27%
EBIT利息保障倍数	42.1	49.8	111.7	-28.2	-32.1	-37.6
资产负债率	75.72%	62.55%	26.92%	24.25%	22.68%	25.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	3	14	15
买入	1	1	3	8	8
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.67	1.56	1.47	1.45

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-09-21	减持		9.85 ~ 11.80
2 2010-04-30	买入	19.38	20.50 ~ 22.50

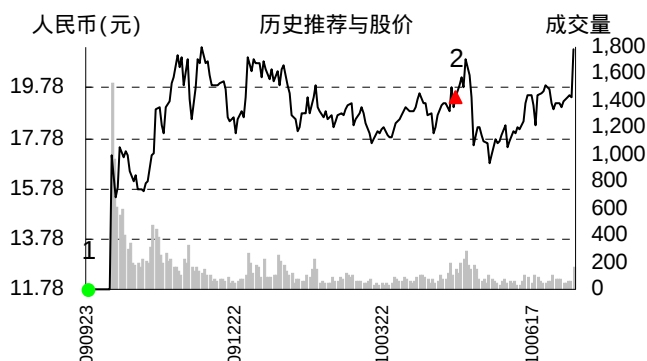
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室