

中国国旅 (601888.SH)

综合旅游行业

评级：买入 维持评级

公司研究

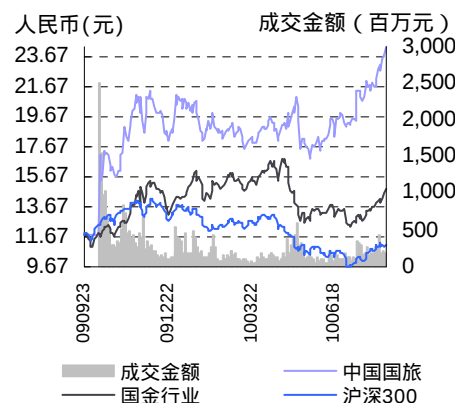
市价(人民币)：24.27 元

目标(人民币)：28.20-30.30 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)	21,357.60
年内股价最高最低(元)	24.27/11.78
沪深 300 指数	2897.66
上证指数	2658.39



相关报告

- 1.《旅游主业快速增长,期待国人免税政策落地》, 2010.7.12
- 2.《业绩符合预期,关注入境游复苏、政策预期》, 2010.4.30

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

畅游于品牌和政策“蓝海”之旅游业航母

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	0.585	0.699
每股净资产(元)	1.35	4.21	4.60	4.88	5.38
每股经营性现金流(元)	0.29	0.18	0.55	0.73	0.91
市盈率(倍)	N/A	58.92	50.56	41.52	34.72
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%	35.07%	21.78%	19.58%
净资产收益率(%)	24.76%	8.44%	10.44%	11.97%	12.99%
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

■ 关键假设 - 公司长期发展受益于旅游服务品牌优势和免税品政策垄断

- 在中国出入境旅游市场持续发展的背景下，国旅的品牌优势将有效促进旅游服务业务从中受益，而会奖旅游和旅游资源整合将公司在竞争激烈的国内旅游市场中开辟新的“蓝海”。
- 中免公司作为国家指定的唯一一家可以在全国范围内进行免税品批发和零售活动的企业，有望充分受益免税品行业政策的进一步放开和市场的快速增长，而海南国际旅游岛离岛免税政策的落地实施将为公司免税品业务打开更为广阔的市场空间；有税商品则借助于免税品的渠道优势，将为其向旅游零售业转型奠定坚实基础。

■ 我们与市场观点的不同之处 - 关注点不仅仅是海南离岛免税政策，公司将充分受益中国免税品行业发展。目前，资本市场对公司的高度关注主要在于海南国际旅游岛离岛免税政策的落地实施上。首先，我们坚持此前观点 - 中免公司将是离岛免税政策最早且最大受益企业；其次，随着国家对于免税品行业认识的逐步深入以及政策的进一步放开(如入境免税业务规范化运作)，中免此前在政策垄断基础上形成的渠道和规模优势将得到充分显现，而上市后资本实力的增强和管理改善将使其获得更大的发展空间。

估值与投资建议

- 根据今年旅游行业的高景气以及长期发展趋势，在暂未考虑海南离岛免税政策实施影响的前提下，我们小幅上调公司未来三年每股盈利预测分别至 0.48 元、0.585 元和 0.699 元；若考虑有关政策的影响，2011~2012 年每股收益将增厚至 0.756 元和 1.07 元，3 年复合增长率将达到 44%。
- 在估值参考方面，基于国旅较强的品牌和政策垄断优势，我们更倾向于借鉴旅游资源型上市公司的估值水平(36~40 倍 PE)对公司进行评价，而未来几年的持续高成长也为公司目前的高估值提供有力支持。据此，我们上调未来 6~12 个月目标估值区间至 28.20~30.30 元，相对于当前股价，仍有 20~30% 的上涨空间，继续维持对公司“买入”的投资评级。

股价催化剂

- 海南离岛免税政策出台将降低海南免税市场对公司业绩影响的不确定性，成为推动股价进一步上涨的催化剂；入境免税业务规范化运作。

风险

- 影响旅游行业的自然灾害等突发性事件；海南离岛免税政策细节及免税品市场规范化进程低于预期。

内容目录

1. 盈利预测及说明.....	5
2. 估值与投资建议.....	9
2.1. 估值	9
2.2. 投资建议	11
3. 公司概况：品牌旅游服务商 + 垄断免税商品运营商.....	12
3.1. 公司发展历程：央企整合背景下的产业“联姻”	12
3.2. 主业构成：品牌旅游服务与高门槛的商品经营	13
4. 行业分析：旅游消费升级，免税品市场空间广阔.....	14
4.1. 旅游产业快速发展，旅游服务市场空间依然广阔	14
4.2. 旅游散客化趋势力促旅游景区资源升级转型.....	22
4.3. 免税品市场快速发展，政策释放中国广阔空间	22
5. 主业分析：旅行服务品牌优势&免税品业务垄断地位.....	32
5.1. 旅游服务品牌优势提升利润空间，会奖旅游开拓新领地.....	32
5.2. 免税业务：离岛免税政策实施最大受益者，入境免税空间巨大.....	34
5.3. 有税业务：特许经营经验丰富，渠道共用分享协同效应.....	37
5.4. 运营评价：机制困境削弱竞争优势，激励机制有待改善.....	38
6. 主要风险.....	39
6.1. 突发性事件影响	39
6.2. 海南离岛免税政策细节的不确定性	39
6.3. 免税品市场规范化进程低于预期	39
附录：三张报表预测摘要.....	40

图表目录

图表 1：三游业务盈利预测(2008-2012F)	5
图表 2：会奖旅游业务盈利预测(2009-2012F)	6
图表 3：票务代理业务盈利预测(2009-2012F)	6
图表 4：有税业务盈利预测(2008-2012F)	6
图表 5：免税业务盈利预测(2007-2012F)	7
图表 6：海南免税政策对中免收入的增量影响	7
图表 7：中国国旅盈利预测详表(不考虑离岛免税政策实施预期，2006~2012F)	8
图表 8：中国国旅假设条件及盈利预测(考虑离岛免税政策实施预期，2006~2012F)	9
图表 9：旅游餐饮行业主要上市公司估值一览	10
图表 10：DCF 估值主要假设条件	10
图表 11：中国国旅 DCF 估值表	11
图表 12：中国国旅股权架构图	12
图表 13：国旅集团旗下其他子公司	13
图表 14：中国国旅各业务收入占比	14
图表 15：中国国旅各业务毛利贡献	14
图表 16：中国国旅各业务毛利率(2009 年)	14
图表 17：中国国旅主营业务毛利率变化(2006~2009)	14
图表 18：中国 GDP 及其同比增长	15
图表 19：城镇居民人均可支配收入及实际增长	15
图表 20：中国城镇、农村居民恩格尔系数对比	15
图表 21：中国居民闲暇时间持续增加	15
图表 22：中国居民出游率与人均 GDP 关系	16
图表 23：中国居民国内旅游人均支出与人均 GDP 关系	16
图表 24：未来几年广大的中西部地区将逐步进入旅游消费升级阶段	16
图表 25：接待入境游客稳步增长(1990~2009)	18
图表 26：各客源地游客在入境市场中占比(2009 年)	18
图表 27：接待入境外国游客保持较快增长(1990~2009)	18
图表 28：入境外国游客人均消费支出(2003.1~2010.6)	18
图表 29：累计接待入境游客人数及同比增速	19
图表 30：累计接待入境外国游客人数及同比增速	19
图表 31：累计实现旅游外汇收入及增速	19
图表 32：累计外国游客贡献外汇收入及增速	19
图表 33：出境旅游人数及增速(1994-2010F)	20
图表 34：出境游客旅游目的(1994-2009)	20
图表 35：国内旅游游客人数及增速	21
图表 36：国内旅游收入及增速	21
图表 37：国内旅游出游率持续提高	21
图表 38：国内旅游人均消费支出及其增长	21
图表 39：世界主要国家入境免税品消费限额	23
图表 40：全球免税品销售额及增长	24
图表 41：世界各区域市场免税品销售额份额变化	24
图表 42：世界各区域市场免税品销售增速变化	24
图表 43：全球免税品各渠道销售比例	25
图表 44：全球免税品各品类销售比例	25
图表 45：中国免税业运营商基本情况	26
图表 46：中国免税业市场规模及其增长	26
图表 47：中国免税业市场规模及其全球份额	26
图表 48：亚洲离岛免税地区	28
图表 49：亚太地区实施离岛免税政策基本情况	28
图表 50：各地游客在港人均购物支出及占旅游消费比例	30
图表 51：入境及内地过夜旅客在港消费结构	30

图表 52：2009 年各地区赴港游客人次	30
图表 53：2009 赴港过夜游客人均消费水平	30
图表 54：海南岛接待过夜游客数及增长	31
图表 55：海南岛接待国内过夜游客数及增长	31
图表 56：海南岛离岛免税市场规模预测	32
图表 57：2011 年离岛免税市场规模敏感性分析	32
图表 58：入境游毛利率比较	33
图表 59：国内游毛利率比较	33
图表 60：出境游毛利率比较	33
图表 61：中免公司免税品销售渠道概况	35
图表 62：DFS 免税店分布	36
图表 63：中国国旅有税业务收入及增长	38
图表 64：高管薪酬情况(国旅 Vs 中青旅)	39
图表 65：董事薪酬情况(国旅 Vs 中青旅)	39

1. 盈利预测及说明

- 公司目前主业由两部分组成，分别是国旅总社的旅游服务业务和中免公司的商品销售业务。传统的旅行社三游业务及免税品销售依然是公司业绩的中坚力量，而新兴的会奖旅游及有税商品销售都将是公司利润增长的新看点。由于海南离岛免税政策尚未出台，部分限制条件还不明确，我们单独对海南岛免税市场规模及中免公司市场份额进行预测。
- ◆ **旅游服务业务 - 三游业务稳定增长**：今年公司的三游业务将随着行业景气度的持续提升以及政策支持力度的加强出现较快增长。入境旅游全面复苏，出境游强劲增长，国内旅游稳步回暖是今年旅游市场的基调。基于目前旅游市场数据，我们预计未来三年旅行社入境游业务增速为预计未来三年共实现三游业务收入：44.25 亿元、50.93 亿元和 57.34 亿元(见图表 1)。

图表1：三游业务盈利预测(2008-2012F)

单位：百万元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
"三游"业务收入	3,457.04	3,444.93	4,424.84	5,092.73	5,734.29
增长	-14.92%	-0.35%	28.45%	15.09%	12.60%
入境游	1,084.47	837.41	937.90	1,022.31	1,104.09
占比	31.37%	24.31%	21.20%	20.07%	19.25%
增长	-35.16%	-22.78%	12.00%	9.00%	8.00%
出境游	1,421.15	1,439.05	2,014.67	2,377.31	2,733.91
占比	41.11%	41.77%	45.53%	46.68%	47.68%
增长	6.92%	1.26%	40.00%	18.00%	15.00%
国内游	951.41	1,168.47	1,472.27	1,693.11	1,896.29
占比	27.52%	33.92%	33.27%	33.25%	33.07%
增长	-10.38%	22.81%	26.00%	15.00%	12.00%
"三游"业务成本	3,096.72	3,103.01	3,994.13	4,606.06	5,193.72
入境游	885.90	691.01	770.95	840.34	909.77
出境游	1,317.12	1,310.20	1,833.35	2,165.73	2,491.96
国内游	893.66	1,101.81	1,389.83	1,599.99	1,791.99
"三游"业务毛利	360.32	341.92	430.71	486.67	540.57
入境游	198.57	146.40	166.95	181.97	194.32
出境游	104.03	128.85	181.32	211.58	241.95
国内游	57.75	66.66	82.45	93.12	104.30
"三游"业务毛利率	10.42%	9.93%	9.73%	9.56%	9.43%
入境游	18.31%	17.48%	17.80%	17.80%	17.60%
出境游	7.32%	8.95%	9.00%	8.90%	8.85%
国内游	6.07%	5.71%	5.60%	5.50%	5.50%

来源：国金证券研究所

- ◆ **旅游服务业务 - 会奖旅游及票务代理将成为新的增长点**：在整合国旅运通后，公司的会奖业务今年有望实现低基数下的高速增长。就目前公司客户的行业分布看，客源尚有待拓展，此外，现有的会奖业务仅涉及奖励旅游，尚未开展会议、展览项目，业务进一步扩展的空间很大。但是由于公司目前尚未公布相关的会议展览项目计划，我们在预测中的假设相对谨慎。预计未来三年会奖旅游业务增长 18%、13%、10%，实现收入 1.9 亿元、2.15 亿元、2.36 亿元(见图表 2)。

图表2：会奖旅游业务盈利预测(2009-2012F)

会奖旅游业务（百万）	2009	2010F	2011F	2012F
收入	161.20	190.22	214.94	236.44
增长		18.00%	13.00%	10.00%
成本	145.88	172.15	194.31	213.27
毛利	15.32	18.07	20.63	23.17
毛利率	9.50%	9.50%	9.60%	9.80%

来源：国金证券研究所

- ◆ 在票务代理方面，国旅总社凭借多年积累的品牌和优良的销售业绩。在获取相对优惠的国际/国内机位和团散机票价格方面具有一定优势。但在目前在线旅行服务商激烈的竞争局面下，公司运营的“国旅在线”上的报价并没有显示出足够的价格优势。因此，我们预计 2010-2012 年票务代理收入增长将不断减缓，增速分别为 10%，9%，8%，实现收入 1.55 亿元、1.69 亿元和 1.83 亿元(见图表 3)。

图表3：票务代理业务盈利预测(2009-2012F)

票务代理业务（百万）	2009	2010F	2011F	2012F
收入	141.05	155.16	169.12	182.65
增长		10.00%	9.00%	8.00%
成本	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利	141.05	155.16	169.12	182.65
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

来源：国金证券研究所

- ◆ 商品销售 - 有税商品受益特许权商品销售：公司的有税业务主要为特许权商品的销售及自有品牌的运营。自由品牌尚处于建设阶段，运营成本较高，而收入增长则有限。在特许权商品销售业务上，公司最大的优势在于拥有大范围的机场渠道。如 08 年奥运会一样，今年世博会将能有效推动公司有税业务的大幅增长。预计有税商品销售收入增速为 80%，2011 年下降 25%，2012 年则恢复增长 15%。对应的收入为 1.17 亿元、8755 万元和 1 亿元(见图表 4)。

图表4：有税业务盈利预测(2008-2012F)

有税业务（百万元）	2008	2009	2010F	2011F	2012F
有税业务收入	160.09	64.85	116.74	87.55	100.69
增长率		-59.49%	80%	-25%	15%
有税业务成本	115.45	39.97	79.38	53.85	61.42
毛利	44.65	24.88	37.36	33.71	39.27
毛利率	27.89%	38.36%	32%	39%	39%

来源：国金证券研究所

- ◆ 商品销售 - 免税商品垄断优势保证长期增长：免税品存量业务的增长主要来源于中国经济与出境旅游市场的发展。在新增业务方面，我们认为动力主要来自于口岸及渠道的扩建。中免作为唯一一家可以在全国范围内经营免税业务的公司，将充分享受新建机场及口岸开放所带来的渠道扩张。同时，随着人均可支配收入的增长，二线城市居民的消费升级将刺激这些地区出入境免税市场的高速发展。尤其在入境免税业务部分，由于基数较低，市场成长空间巨大，我们认为其有望成为公司业绩长期增长的推动力。预计未来三年免税业务收入增速为

26%，23%，19%。实现收入 27.97 亿元、34.4 亿元和 40.94 亿元(见图表 5)。

图表5：免税业务盈利预测(2007-2012F)

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
免税业务收入	1,622.13	1,971.60	2,219.62	2,796.73	3,439.97	4,093.57
增长率		21.54%	12.58%	26.00%	23.00%	19.00%
免税业务成本	1,138.41	1,316.22	1,395.93	1,761.94	2,160.30	2,564.62
免税业务毛利	483.72	655.39	823.69	1,034.79	1,279.67	1,528.95
免税业务毛利率	29.82%	33.24%	37.11%	37.00%	37.20%	37.35%

来源：国金证券研究所

- ◆ 海南离岛免税政策在今年四季度出台概率较大，一旦政策实行，中免在海南免税市场将占据明显的先入优势。基于目前海南省政府的态度，我们认为海南免税市场由中免一家垄断的机率较小，预计国旅在 2011 年的市场份额为 45%，2012 年下降至 43%，实现收入 10.43 亿元和 23.19 亿元(见图表 6)。

图表6：海南免税政策对中免收入的增量影响

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
游客总数(百万人次)	22.55	25.71	29.46	33.74	38.29	42.88	47.60	52.39	57.65
游客增速		14.0%	14.6%	14.5%	13.5%	12.0%	11.0%	10.1%	10.1%
国内游客占比	97.55%	97.70%	98.30%	98.70%	98.80%	98.60%	98.40%	98.20%	98.00%
国内游客数(百万人次)	22.00	25.12	28.96	33.30	37.83	42.28	46.84	51.44	56.50
进店购物游客比例			10%	18%	24%	27%	29%	31%	33%
进店游客数(百万人次)			2.90	5.99	9.08	11.42	13.58	15.95	18.64
离岛免税购物额度(元)			2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
实际消费占比			40%	45%	50%	55%	58%	60%	62%
实际人均购物消费(元)			800	900	1000	1100	1160	1200	1240
免税市场增加值(百万元)			2317.01	5394.14	9079.34	12558.50	15757.17	19136.90	23119.00
中免市场份额			45.00%	43.00%	40.00%	39.00%	38.00%	37.00%	36.00%
中免新增收入(百万元)			1042.66	2319.48	3631.74	4897.81	5987.73	7080.65	8322.84

来源：国金证券研究所

- 期间费用：公司规模扩张及收入增长引起销售费用率的下降，而募集资金后，现金大量增加，将缩减财务费用。从公司一季报数据看，期间费用率出现了下调。
- 所得税率：10-12 年所得税率分别为 20.5%，20.45%和 20.43%，所得税率较低的原因是公司部分免税品销售店布点在边境口岸、贸易区，可以享受区域性税收优惠政策，具有税收优势。

盈利预测 - 不考虑海南离岛免税政策预期

基于今年旅游行业的高景气度，我们对公司未来三年盈利预测进行适当的调整，据测算，公司 2010~2012 年归属于母公司股东的净利润分别为 4.22 亿元、5.14 亿元和 6.15 亿元，分别较上年增长 35.07%、21.78%和 19.58%。每股收益分别为 0.48 元、0.585 元和 0.699 元，复合增长率达到 25.3%。详细假设和预测见图表 7。

图表7：中国国旅盈利预测详表(不考虑离岛免税政策实施预期，2006~2012F)

百万	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
营业总收入	4,854.8	5,966.7	5,818.6	6,064.5	7,726.4	9,057.7	10,414.4
旅行社业务	3,530.4	4,245.7	3,665.6	3,747.2	4,770.2	5,476.8	6,153.4
商品销售	1,215.8	1,704.0	2,131.7	2,284.5	2,913.5	3,527.5	4,194.3
其他业务	0.0	0.0	21.4	32.8	42.7	53.4	66.7
营业总成本							
营业成本	3,943.4	4,848.3	4,566.8	4,693.6	6,022.5	7,032.1	8,053.0
旅行社业务			3,127.0	3,248.9	4,166.3	4,800.4	5,407.0
商品销售			1,431.7	1,435.9	1,841.3	2,214.1	2,626.0
其他业务			8.1	8.8	14.9	17.6	20.0
毛利	911.4	1,118.5	1,251.9	1,370.9	1,703.8	2,025.6	2,361.3
旅行社业务			538.6	498.3	603.9	676.4	746.4
商品销售			700.0	848.6	1,072.1	1,313.4	1,568.2
其他业务			13.2	24.0	27.8	35.8	46.7
毛利率	18.77%	18.74%	21.52%	22.60%	22.05%	22.36%	22.67%
旅行社业务			14.69%	13.30%	12.66%	12.35%	12.13%
商品销售			32.84%	37.15%	36.80%	37.23%	37.39%
其他业务			61.96%	73.11%	65.00%	67.00%	70.00%
营业税金及附加	38.6	45.8	48.3	49.6	63.4	73.4	84.4
主营业务税金及附加比率	0.79%	0.77%	0.83%	0.82%	0.82%	0.81%	0.81%
主营业务利润	872.8	1,072.7	1,203.6	1,321.3	1,640.5	1,952.2	2,277.0
销售费用	335.9	385.1	470.5	474.8	579.5	672.1	765.5
销售费用率	6.92%	6.45%	8.09%	7.83%	7.50%	7.42%	7.35%
管理费用	281.6	317.8	358.5	354.8	440.4	512.7	585.3
管理费用率	5.80%	5.33%	6.16%	5.85%	5.70%	5.66%	5.62%
财务费用	23.1	8.8	7.5	4.4	-24.00	-20.00	-14.00
资产减值准备	2.8	13.3	7.0	10.3	7.0	11.2	13.0
加：公允价值变动损益							
投资收益	21.2	28.9	56.1	71.0	92.7	107.8	120.6
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	21.6	29.0	54.2				
营业利润	250.7	376.6	416.2	548.1	730.3	884.1	1,047.8
营业外收入净额	5.1	25.4	13.3	1.7	2.6	1.8	1.2
利润总额	255.7	402.1	429.4	549.8	732.9	885.9	1,049.0
所得税	82.5	135.1	96.6	113.529	150.2	181.2	214.3
实际所得税率	32.26%	33.60%	22.49%	20.65%	20.50%	20.45%	20.43%
净利润	173.3	267.0	332.8	436.3	582.7	704.7	834.7
减：少数股东损益	31.5	49.5	111.6	123.5	160.2	190.3	219.5
少数股东损益比例	18.16%	18.55%	33.53%	28.31%	27.50%	27.00%	26.30%
归属于母公司所有者的净利润	141.8	217.4	221.2	312.8	422.4	514.4	615.2
增长		53.35%	1.74%	41.37%	35.07%	21.78%	19.58%
净利润率	2.92%	3.64%	3.80%	5.16%	5.47%	5.68%	5.91%
每股收益				0.355	0.480	0.585	0.699

来源：国金证券研究所

同时，鉴于海南实施离岛免税政策预期日趋强烈，而目前资本市场对公司估值时已部分考虑政策实施后对公司业绩的积极影响。对此，我们在假设有关政策今年底前出台、明年初开始实施的条件下，对明后年经营业绩产生影响的情况。据测算，在考虑明年初海南开始实施离岛免税政策的情况下，公司 2011 年、2012 年归属于母公司股东的净利润将分别达到 6.65 亿元和 9.42 亿元，分别较上年增长 57.45%、41.59%，每股收益分别为 0.756 元和 1.07 元，复合增长率达到 44.4%。详细假设和预测见图表 8。

图表8：中国国旅假设条件及盈利预测(考虑离岛免税政策实施预期，2006~2012F)

百万	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
营业总收入	4,854.8	5,966.7	5,818.6	6,064.5	7,726.4	10,100.4	12,733.8
旅行社业务	3,530.4	4,245.7	3,665.6	3,747.2	4,770.2	5,476.8	6,153.4
商品销售	1,215.8	1,704.0	2,131.7	2,284.5	2,913.5	4,570.2	6,513.7
其他业务	0.0	0.0	21.4	32.8	42.7	53.4	66.7
营业总成本							
营业成本	3,943.4	4,848.3	4,566.8	4,693.6	6,022.5	7,691.1	9,514.3
旅行社业务			3,127.0	3,248.9	4,166.3	4,800.4	5,407.0
商品销售			1,431.7	1,435.9	1,841.3	2,873.1	4,087.3
其他业务	0.0	0.0	8.1	8.8	14.9	17.6	20.0
毛利	911.4	1,118.5	1,251.9	1,370.9	1,703.8	2,409.3	3,219.5
旅行社业务			538.6	498.3	603.9	676.4	746.4
免税业务			700.0	848.6	1,072.1	1,697.1	2,426.4
其他业务	0.0	0.0	13.2	24.0	27.8	35.8	46.7
毛利率	18.77%	18.74%	21.52%	22.60%	22.05%	23.85%	25.28%
旅行社业务			14.69%	13.30%	12.66%	12.35%	12.13%
免税业务			32.84%	37.15%	36.80%	37.13%	37.25%
其他业务			61.96%	73.11%	65.00%	67.00%	70.00%
营业税金及附加	38.6	45.8	48.3	49.6	63.4	81.8	103.1
主营业务税金及附加比率	0.79%	0.77%	0.83%	0.82%	0.82%	0.81%	0.81%
主营业务利润	872.8	1,072.7	1,203.6	1,321.3	1,640.5	2,327.5	3,116.4
销售费用	335.9	385.1	470.5	474.8	579.5	747.4	935.9
销售费用率	6.92%	6.45%	8.09%	7.83%	7.50%	7.40%	7.35%
管理费用	281.6	317.8	358.5	354.8	440.4	569.7	714.4
管理费用率	5.80%	5.33%	6.16%	5.85%	5.70%	5.64%	5.61%
财务费用	23.1	8.8	7.5	4.4	-24.00	-15.00	-11.00
资产减值准备	2.8	13.3	7.0	10.3	7.0	11.2	13.0
加：公允价值变动损益							
投资收益	21.2	28.9	56.1	71.0	92.7	127.8	140.6
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	21.6	29.0	54.2				
营业利润	250.7	376.6	416.2	548.1	730.3	1,142.0	1,604.7
营业外收入净额	5.1	25.4	13.3	1.7	2.6	1.8	1.2
利润总额	255.7	402.1	429.4	549.8	732.9	1,143.8	1,605.9
所得税	82.5	135.1	96.6	113.529	150.2	233.9	328.1
实际所得税率	32.26%	33.60%	22.49%	20.65%	20.50%	20.45%	20.43%
净利润	173.3	267.0	332.8	436.3	582.7	909.9	1,277.8
减：少数股东损益	31.5	49.5	111.6	123.5	160.2	244.8	336.1
少数股东损益比例	18.16%	18.55%	33.53%	28.31%	27.50%	26.90%	26.30%
归属于母公司所有者的净利润	141.8	217.4	221.2	312.8	422.4	665.1	941.7
增长		53.35%	1.74%	41.37%	35.07%	57.45%	41.59%
净利润率	2.92%	3.64%	3.80%	5.16%	5.47%	6.59%	7.40%
每股收益				0.355	0.480	0.756	1.070

来源：国金证券研究所

2. 估值与投资建议

2.1. 估值

2.1.1 PE 相对估值

近期，随着国内资本市场旅游餐饮板块的整体上涨，旅游餐饮行业重点上市公司 2010 年动态市盈率平均值已达 58.22 倍。考虑到个别公司市盈率极端值对均值的较大影响，我们在衡量行业估值中枢主要以中值为参考，而中值也已达到 40.9 倍的历史较高水平。在不考虑明年开始海南离岛免税政策的情况下，

中国国旅的市盈率水平在旅游板块中已处在高端，但鉴于海南省政府推动离岛免税政策“落地”的坚定信心以及渐行渐近的政策获批预期，目前市场对于公司目标估值的判断基本是以考虑离岛免税政策实施条件下 2011 年公司业绩为依据进行测算。

鉴于国旅较强的品牌和政策垄断优势，我们认为，公司的合理估值区间应主要参考旅游资源型上市公司的估值波动区间(36~40 倍 PE)加以考虑。据此，我们判断未来 6~12 个月目标估值区间为 27.20~30.30 元。

图表9：旅游餐饮行业主要上市公司估值一览

子行业	代码	简称	收盘价	总市值 (亿元)	每股收益EPS				市盈率PE				市净率 PB 最新	EV/EBITDA	投资 评级
			2010-8-6		09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E			
旅游资源	000888	峨眉山A	19.50	45.86	0.36	0.55	0.66	0.82	35.90	35.39	29.55	23.67	6.46	18.51	买入
	000978	桂林旅游	11.33	40.80	0.19	0.31	0.39	0.47	63.30	36.55	29.07	24.31	3.02	23.02	买入
	002033	丽江旅游	23.03	26.79	0.39	0.24	0.57	0.66	46.66	95.96	40.40	35.00	6.79	23.92	持有
	600054	黄山旅游	20.93	98.65	0.34	0.52	0.58	0.66	54.82	40.10	35.90	31.91	7.96	20.10	买入
	002159	三特索道	18.00	21.60	0.19	0.38	0.42	0.53	77.12	47.90	43.18	33.68	5.39	13.76	持有
餐饮	000721	西安饮食	9.27	18.50	0.24	0.22	0.24	0.30	33.66	42.50	38.31	30.73	4.48		持有
	002186	全聚德	29.18	41.31	0.60	0.70	0.85	1.13	57.88	41.65	34.25	25.73	5.90		持有
	002306	湘鄂清	25.68	51.36	0.38	0.57	0.71	0.85	67.58	45.05	36.17	30.28	4.51	31.51	持有
酒店	000428	华天酒店	10.47	57.90	0.26	0.30	0.37	0.42	33.67	34.78	28.61	24.99	4.30	9.86	买入
	600754	锦江股份	22.56	136.09	0.47	0.62	0.58	0.75	50.60	36.39	38.90	30.12	3.89	29.33	买入
	601007	金陵饭店	8.39	25.17	0.29	0.30	0.34	0.40	29.76	28.34	25.04	20.98	2.46	19.66	买入
	600258	首旅股份	20.93	48.43	0.69	0.84	0.93	1.01	33.52	24.83	22.63	20.70	4.66	11.78	持有
旅游综合	600138	中青旅	17.18	71.36	0.61	0.56	0.67	0.75	26.22	30.90	25.64	22.82	3.39	12.55	买入
	601888	中国国旅	24.27	213.58	0.36	0.48	0.59	0.70	58.92	50.56	41.49	34.72	5.60	29.33	买入
	600593	大连圣亚	14.70	13.52	0.04	0.08	0.00	0.00	358.12	183.75			5.22		持有
	600358	国旅联合	5.79	25.01	0.05	0.04	0.05	0.08	125.54	152.77	113.31	72.47	4.43		持有
		行业均值	17.58	58.50	0.34	0.42	0.50	0.60	72.08	57.96	38.83	30.81	4.90	20.28	
		行业中值	18.75	43.58	0.35	0.43	0.58	0.66	52.71	40.87	35.90	30.12	4.58	19.88	

来源：Wind，国金证券研究所

1.2.2 DCF 估值

图表10：DCF 估值主要假设条件

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	1.10	股本总额(百万股)	880.00
无风险利率	3.61%	股价	24.27
风险溢价	5.78%	股票市值	21,357.60
资产贴现率Ka	9.94%	债务总额	195.14
加权平均资本成本WACC		债务利率	5.70%
		实际税率	20.50%
D/(E+D)	0.91%	股票Beta	0.91
E/(E+D)	99.09%		
WACC	8.83%	股票贴现率Ke	8.87%

来源：国金证券研究所

我们采用 APV、WACC、FCFE 三种绝对估值方法对公司进行了估值，估值结果分别为 17.11 元、22.11 元和 21.96 元(见图表 11)。由于公司上市后募集资金多达 24.97 亿元，09 年年报显示货币资金占总资产比例为 63%，较为特殊的资产结构致使 APV 估值与 WACC、FCFE 估值方法结果出现较大差异。

图表11：中国国旅DCF估值表

估值方法	每股价值	估值方法	每股价值	估值方法	每股价值
APV	17.11	FCFE	21.96	DDM	2.41
WACC	22.11	AE	12.91		

I、APV

每股价值	17.11	TV增长率	4.0%
企业值	15,565.35	Ka	9.94%
		债务	195.14
		投资	176.41
股票价值	15,056.63	少数股东权益	313.58

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合 计
FCF	-25.12	121.81	437.99	487.88	694.99	838.08	1,004.79	1,253.12	1,434.60	1,676.37	29,337.90	37,262.43
ITS	1.03	0.04	0.08	0.11	0.14	0.18	0.26	0.34	0.38	0.43	7.50	10.50
PV(FCF)	-22.84	100.78	329.58	333.93	432.66	474.56	517.51	587.04	611.28	649.70	11,370.26	15,384.44
PV(ITS)	0.94	0.04	0.06	0.08	0.09	0.10	0.13	0.16	0.00	0.00	2.91	4.50

II、WACC

每股价值	22.11	TV增长率	4.0%
企业值	19,969.59	WACC	8.83%
		债务	195.14
		投资	176.41
股票价值	19,460.86	少数股东权益	313.58

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合 计
FCF	-25.12	121.81	437.99	487.88	694.99	838.08	1,004.79	1,253.12	1,434.60	1,676.37	36,091.86	44,016.39
PV(FCF)	-23.08	102.85	339.79	347.78	455.22	504.40	555.68	636.78	669.85	719.22	15,484.68	19,793.18

III、FCFE贴现

每股价值	21.96	TV增长率	4.0%
企业值	19,323.82	Ke	8.87%
		债务	195.14
		投资	176.41
股票价值	19,323.82	少数股东权益	313.58

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合 计
FCFE	-222.11	125.64	440.66	489.44	697.44	841.38	1,013.79	1,255.81	1,437.12	1,678.71	35,850.69	43,608.56
PV(FCFE)	-204.02	106.00	341.49	348.40	456.01	505.30	559.24	636.30	668.84	717.63	15,325.80	19,460.99

来源：国金证券研究所

综合上述估值结果，鉴于明年起海南实施离岛免税政策预期的不断增强以及公司上市后获得的更大发展空间，我们认为，中国国旅 6~12 个月合理目标估值区间将达到 28.20~30.30 元，相对于当前股价，仍有 20~30%的上涨空间。

2.2. 投资建议

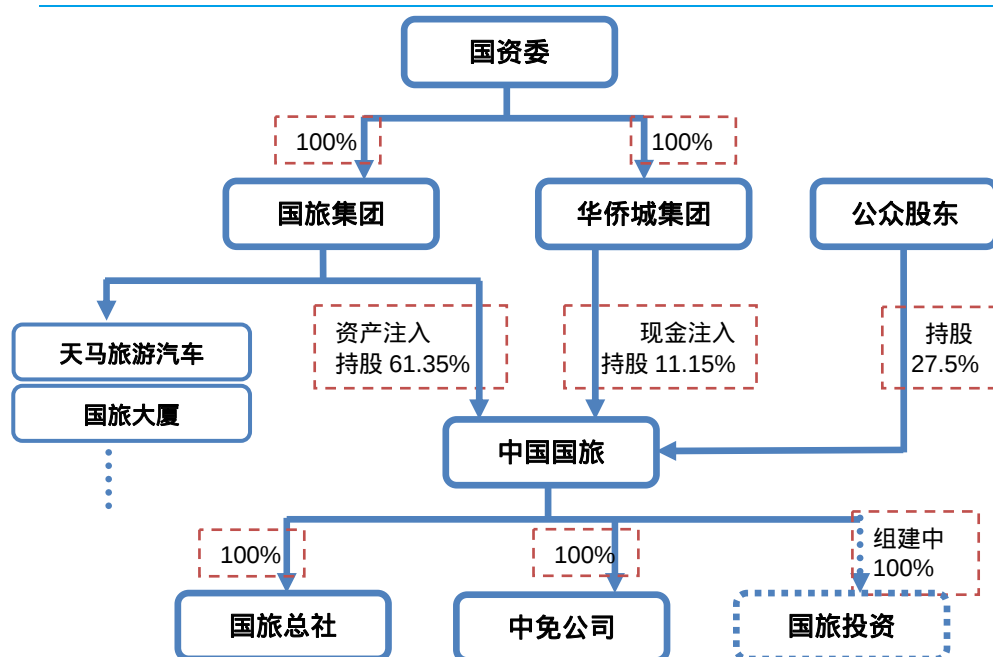
鉴于我们对于今年股市总体振荡市以及旅游行业整体高景气、主题事件持续推动的基本判断，在之前市场深幅调整过程中，我们始终维持了对旅游行业重点公司“买入”的投资评级，而中国国旅也一直在我们重点推荐品种之列。本篇投资价值报告是在海南离岛免税政策逐步明朗的背景下，对于我们此前关于中国国旅研究分析和投资判断的一次全面总结。据此，我们继续维持公司“买入”的投资评级，小幅上调未考虑离岛免税实施影响情况下的盈利预测，并在谨慎假设明年初海南实施离岛免税政策的条件下，判断未来 6~12 个月合理目标价格区间为 28.20~30.30 元。

3. 公司概况：品牌旅游服务商 + 垄断免税商品运营商

3.1. 公司发展历程：央企整合背景下的产业“联姻”

中国国旅股份有限公司(以下简称“中国国旅”)成立于 2008 年 3 月 28 日,是由国旅集团重组改制旗下的中国国际旅行社总社有限公司(以下简称“国旅总社”)和中国免税品(集团)有限责任公司(以下简称“中免公司”)两家子公司,并联合华侨城集团共同设立的(见图表 12)。设立股份公司主要是为实现国旅集团的整体上市,在业务上公司基本沿袭国旅集团的经营架构,又引入华侨城这一央企巨头作为发起人股东,出身可谓“又红又专”。

图表12：中国国旅股权架构图



来源：国金证券研究所

➤ **国旅集团**：2004 年 11 月，国旅集团由当时均同为央企的中国国际旅行社总社与中国免税品(集团)总公司重组成立，涉足旅行服务、交通运输、对外贸易、房地产开发与管理、电子商务等多种业务。

✧ **国旅总社**：前身为隶属国务院的外事接待单位，是目前国内资格最老、规模最大的旅行社。近 15 年来(2001、2007 除外)，国旅总社在中国国际旅行社百强排名中一直处在首位。

✧ **中免公司**：由于中国免税行业采取国家专营，中免作为唯一一家全国范围的免税品运营商，具有十分明显的政策垄断优势。公司除了经营免税品批发、零售业务外，以奥运、世博特许商品销售为契机，已开始培育有税商品的销售业务。

✧ **其他业务**：集团其他子公司经营范围包括：汽车客运、物业管理(国旅王府大厦、长安大厦、正东国际大厦、高澜大厦等物业)、广告、物流等(见图表 13)。

- ◇ 在股份公司组建过程中，国旅集团已将旗下涉及旅游主业且质地最为优良的资产 - 国旅总社和中免公司注入中国国旅，形成了目前架构非常清晰的两大业务板块。

图表13：国旅集团旗下其他子公司

企业名称	成立时间	持股比例	主营业务	2009年6月30日/2009年1-6月（万元）		
				总资产	净资产	净利润
北京天马旅游汽车有限公司	1985.4.19	100%	汽车客运	10,171	5,618	255
国旅大厦有限公司	2001.8.10	100%	物业管理	685	340	3
北京金陵实业公司	1984.12.27	100%	物业管理	2,802	1,245	20
北京国旅广告公司	1997.3.24	100%	广告	106	76	2
香港中国国际旅行社有限公司	1980.9.30	100%	物业、投资	3,972	-7,522	12
武汉舵落口物流有限公司	1997.1.7	50.68%	商业地产开发 仓储、物流	32,571	16,144	1,378

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **华侨城集团**：是主要经营房地产、酒店开发、旅游及相关文化产业、电子及配套包装产品制造的大型央企。华侨城旅游业的发展始于主题公园的建设，目前拥有中国规模最大、运营最成功的深圳华侨城主题公园群落，华侨城对于“主题公园+旅游地产”商业模式的成功打造一直为业界津津乐道。无论是经济实力，还是整体的市场影响力，华侨城均较国旅集团存在一定的优势，在早先国资委全力推动央企同业整合的大背景下，一度传出华侨城将整合国旅集团，整合中国国旅具有龙头地位的两大旅游业务板块与自身的旅游主业也存在十分明显的互补性。然而，从中国国旅上市后反映出来的股权架构上来看，华侨城仅是获得了一个战略投资者的角色，派遣一名董事(靳迪岸)和一名监事(王晓雯)不足以对国旅的主业运营和发展战略形成足够的影响力。华侨城持股更多的是双方力量博弈的结果。

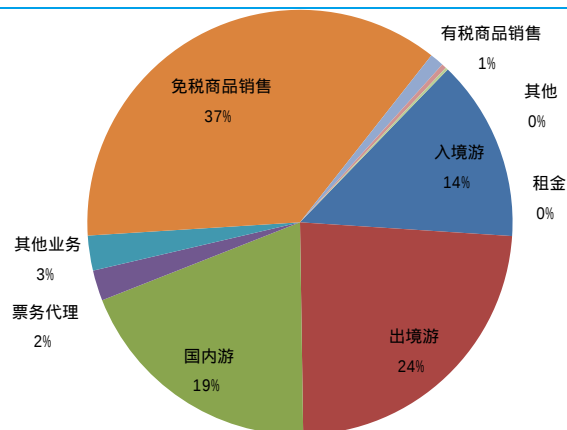
因此，从国旅集团的发展历史以及重组过程来看，无论是公司内部业务架构，还是股东组成，都带有浓厚之央企整合的色彩，“又红又专”的出身，一方面为公司旅游主业提供坚实的竞争优势，同时也深深地影响着国旅整体的运营风格。我们可以看到，相关业务板块拼盘式的合并成为当时央企整合的重点特征，之间的“化学反应”则需要较长的时间方能实现，而从国旅集团完成整合后已经磨合的时间、中国旅游业目前所处的发展阶段以及公司 IPO 上市后所带来的新的发展契机来看，我们有理由相信，未来 3~5 年，中国国旅极有可能迎来全面发展的最好时期。

3.2. 主业构成：品牌旅游服务与高门槛的商品经营

目前，公司主要经营两块业务：以旅行社、票务代理为主的旅游服务业务和免税品、有税品的商品销售。国旅总社在境内拥有 31 家子公司和近 200 家门市部，并在德国、丹麦、日本、法国、美国、澳大利亚及港澳地区设立了海外子公司，服务疆域之宽广、品牌历史之悠久是国内其他旅行社所无法比拟的，其作为隶属于国务院之外事接待单位的“出身”更是使其在政府外事接待的细分领域拥有其他旅行社所无法比拟的政治优势。与此同时，由全资子公司中免公司经营的商品销售业务，不论是国家特许专营的免税商品，还是以特许商品(如奥运会、世博会特许商品)经营为主的有税产品，进入门槛均较高，公司所拥有的政策优势也是其他一般的旅游企业望尘莫及的。

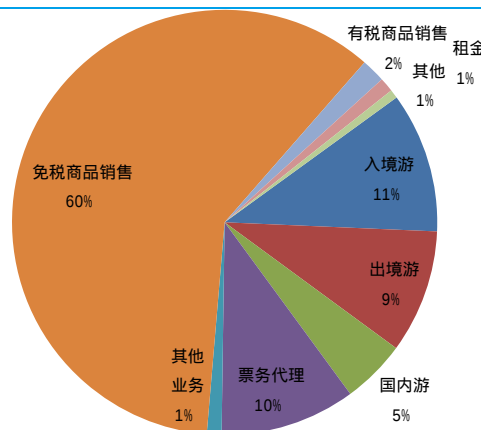
2009 年，中国国旅实现营业收入 60.65 亿元，其中，“三游”业务(入境、出境、国内旅游)总收入为 34.45 亿元，收入占比为 57%；免税业务收入 22.19 亿元，占到 37% (见图表 14)。由于不同细分市场竞争态势的差异，现已在市场准入方面完全放开的旅游服务业务利润率较低，而主要享受政策垄断优势的免税商品业务则享有了较高的毛利率水平，由此导致了两项主业在营业毛利构成中的角色互换：2009 年，“三游”业务的毛利占比为 25%，其中，入境游毛利率为 17.48%，出境游为 8.95%，国内游则仅为 5.7%；而免税业务则贡献了公司营业毛利的 60%(见图表 15)，其中，免税品业务毛利率达到 37.1%，有税品业务毛利率也高达 38.36%(见图表 16)，政策垄断和已有免税商品销售渠道附加值的优势在利润贡献层面上显现无疑。此外，从过去四年间“三游”业务和免税品销售毛利率的波动 (见图表 17) 中我们可以看到，免税品销售业务受益于政策垄断优势，更为稳定，且保持了良好的上升态势，而旅行社业务则显然更易受到市场环境的变化，毛利率起伏与近几年行业景气变化基本趋于一致。

图表14：中国国旅各业务收入占比

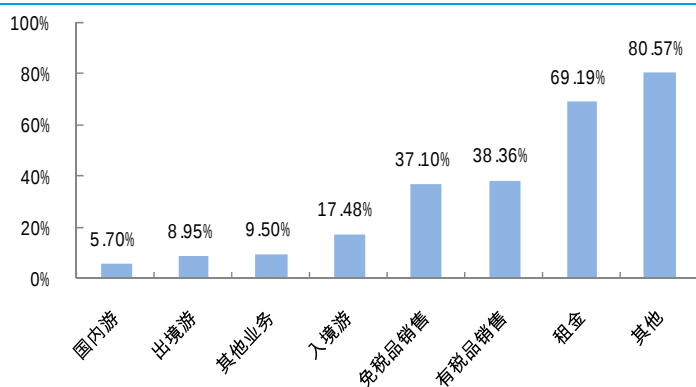


来源：公司公告，国金证券研究所

图表15：中国国旅各业务毛利贡献

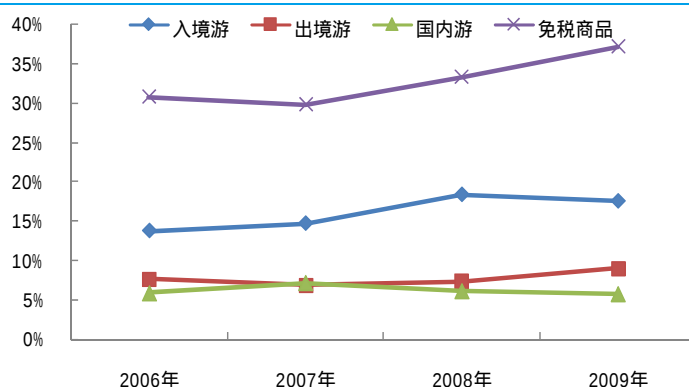


图表16：中国国旅各业务毛利率(2009 年)



来源：公司资料，国金证券研究所

图表17：中国国旅主营业务毛利率变化(2006~2009)



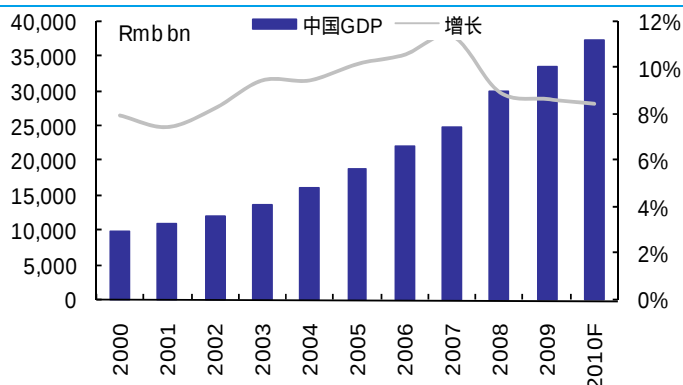
4. 行业分析：旅游消费升级，免税品市场空间广阔

4.1. 旅游产业快速发展，旅游服务市场空间依然广阔

4.1.1 消费升级推动中国旅游业加速发展

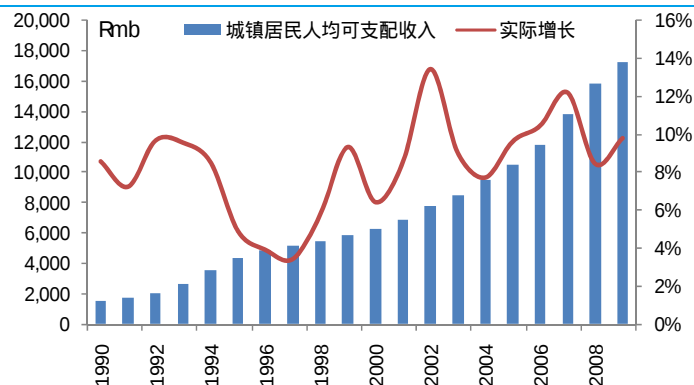
中国经济的持续高速增长(见图表 18), 及其带来之居民可支配收入的日益提高(见图表 19)、恩格尔系数的持续下降(见图表 20), 都为中国居民的消费升级、由物质消费逐步转向服务消费提供了坚实的基础, 而旅游无疑成为消费升级的一个重要方向。人们在满足经常性生活消费需求的同时, 用于娱乐、影视、运动、旅游等升级消费的支出也不断增加, 而居民闲暇时间的增加(见图表 21)则为旅游业的发展提供了必要的保障。

图表18：中国 GDP 及其同比增长

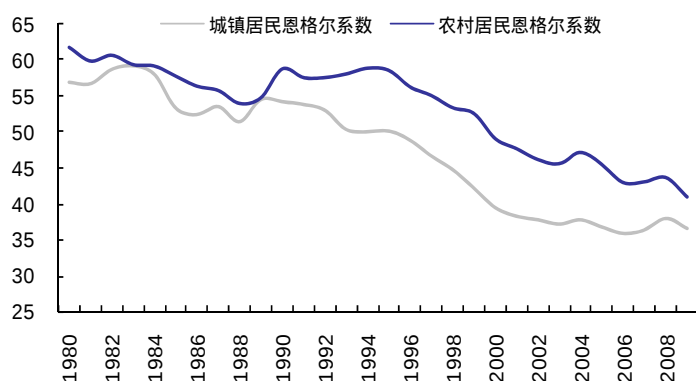


来源：CEIC，国金证券研究所

图表19：城镇居民人均可支配收入及实际增长

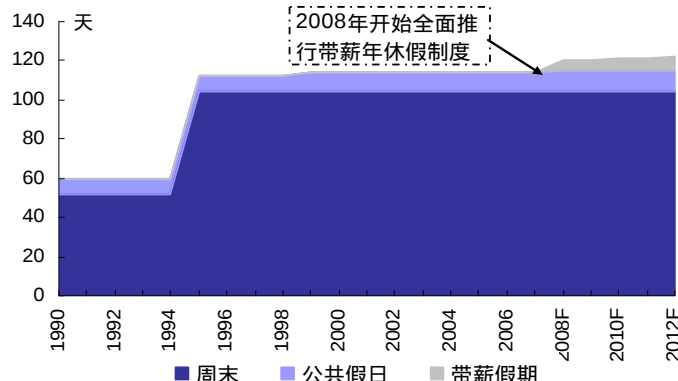


图表20：中国城镇、农村居民恩格尔系数对比



来源：CEIC，国金证券研究所

图表21：中国居民闲暇时间持续增加

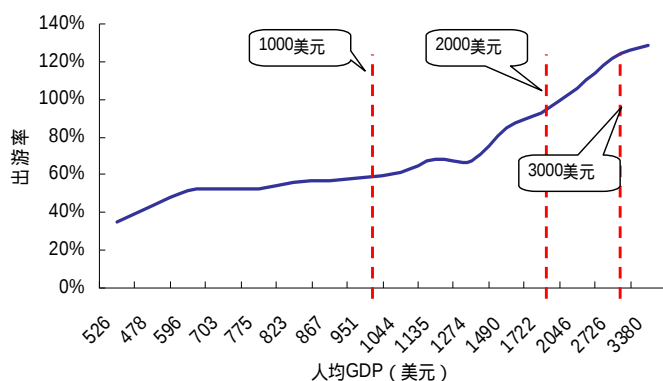


2010 年以后, “经济结构调整”无疑将成为相当长时期内中国经济的关键词, 而且, 在“调结构”的同时还注重要求走资源节约型的发展道路, 大力发展现代服务业成为产业结构调整、解决就业问题的重要途径之一。在此背景下, 无论是国际经验, 还是目前中国产业发展的实践, 旅游业完全能够顺应经济结构调整的大势, 成为下游消费品行业中重点发展的产业之一。

按照普遍的国际规律, 人均 GDP 超过 1000 美元时, 国民旅游消费将进入启动期, 而后旅游消费将经历一个消费升级的过程, 先后经历观光游(人均收入 1000 美元起步) - 休闲游(2000-3000 美元起步) - 度假游(人均收入 3000-5000 美元起步)三个阶段。虽然各国文化、消费习惯上的差异(相较欧美等社会福利较为充分的国家, 中国人的消费观念无疑是更为保守)可能导致各国国民调整旅游消费方式对应的可支配收入水平不尽相同, 但是总体来说, 这样的划分标准有一定的借鉴意见。中国于 2001 年、2006 年和 2008 年分别跨过人均 GDP1000 美元、2000 美元、3000 美元的门槛, 居民出游率和国内旅游人均

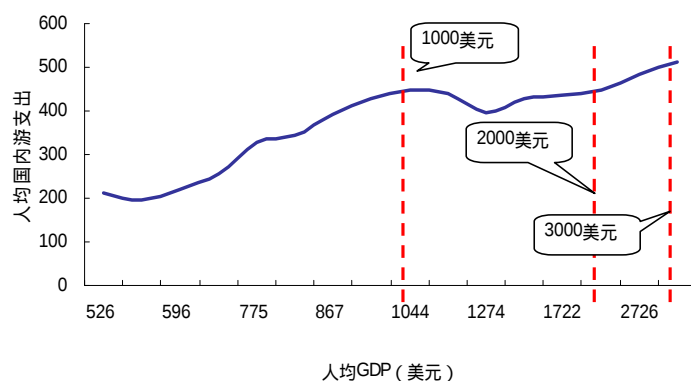
支出之后均有十分明显的提升(见图表 22、23)。与此同时,中国庞大的人口基数以及各地区间不均衡的经济发展水平为旅游产业升级提供了可持续发展的空间和时间(见图表 24)。中西部地区旅游资源丰富,人口众多,随着经济的持续发展,居民可支配收入的不断提高,以及加快建设高速公路、高铁带来的交通日趋便利,将为旅游业的持续快速发展提供新的推动力。

图表22：中国居民出游率与人均GDP 关系

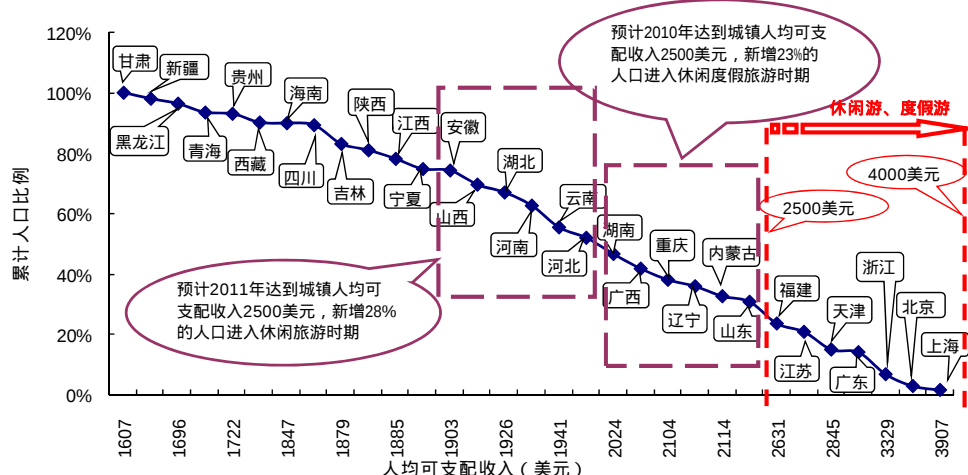


来源：CEIC，国金证券研究所

图表23：中国居民国内旅游人均支出与人均GDP 关系



图表24：未来几年广大的中西部地区将逐步进入旅游消费升级阶段



来源：CEIC，国金证券研究所

4.1.2 旅游业升格为国家战略性支柱产业，政策支持力度明显加大

旅游业兼具经济和社会功能,资源消耗低,带动系数大,就业机会多,综合效益好。我国幅员辽阔,旅游资源丰富,人们的消费升级也为旅游产业带来了巨大的发展契机。据测算,旅游收入每增加 1 元,第三产业产值就相应增加 10.2 元,旅游业每增加 1 个直接就业人员,社会间接就业人数可增加 5 个以上。目前我国旅游业在 GDP 中所占的比重不到 4%,远远落后于旅游业发达国家 10%的水平,行业发展空间巨大。由于旅游业可以拉动第三产业的发展,2009 年 11 月 25 日,国务院出台《关于加快发展旅游业的意见》(以下简称《意见》),首次提出把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业,而现代服务业的产业性质定位更是将旅游业作为优先发展的行业之列。

《意见》中提出，到 2015 年，中国旅游市场规模进一步扩大，国内旅游人数达 33 亿人次，年均增长 10%；入境过夜游客人数达 9000 万人次，年均增长 8%；出境旅游人数达 8300 万人次，年均增长 9%。旅游消费稳步增长，城乡居民年均出游超过 2 次，旅游消费相当于居民消费总量的 10%。《意见》的出台进一步明确了旅游产业未来相当长一段时间内的发展方向，旅游业转型升级、国有旅游企业重组改制、做大做强均需要吸纳大量资本，这为行业内龙头企业整合旅游资源、推进行业并购提供了历史性的契机。

与此同时，各地政府也逐步意识到发展旅游业对于经济、社会可持续发展的重要意义，一方面，积极争取国家级的促进旅游业发展政策，另一方面，各级政府也根据当地的实际情况出台地方性的政策、办法，加快旅游业发展。

- 2009 年 5 月 4 日，云南省发布《云南省旅游产业发展和改革规划纲要(2008~2015)》，提出构建特色旅游产业带动全省产业结构优化、城乡统筹、生态建设、对外开放、民生改善和就业增长的新机制，成为国家旅游产业发展和改革的试验基地；
- 2009 年 12 月，国务院正式颁布《关于进一步促进广西经济社会发展的若干意见》，建设桂林、南宁、北海、梧州旅游目的地和游客集散地，加强重点旅游景点景区基础设施建设；建设桂林国家旅游综合改革试验区，开发建设北海涠洲岛旅游区，依托崇左大新跨国瀑布景区和凭祥友谊关景区设立中越国际旅游合作区；
- 2010 年 1 月 4 日，《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》在国务院常务工作会议上获得批准，将海南国际旅游岛建设提升到国家战略层面，提出将海南岛作为我国旅游业改革创新试验区，建设称谓世界一流的海岛休闲度假旅游胜地。6 月 8 日，《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》获国家发改委批复，之后预期将有更多配套性政策以及具体的实施办法陆续出台；
- 2010 年 3 月，国家发改委与国家旅游局联合发布《东北地区旅游业发展规划》，规划涉及范围：辽宁省、吉林省、黑龙江省和内蒙古自治区的呼伦贝尔市、兴安盟、通辽市、赤峰市和锡林郭勒盟(蒙东地区)，土地总面积约 145 万平方公里，提出将东北地区建设成为世界知名的冰雪休闲度假、中温带生态旅游区，东北亚著名的历史文化、商务会展旅游区，国内一流的生态、冰雪、避暑、边境、文化旅游胜地，形成特色鲜明、吸引力强的国际国内旅游目的地。

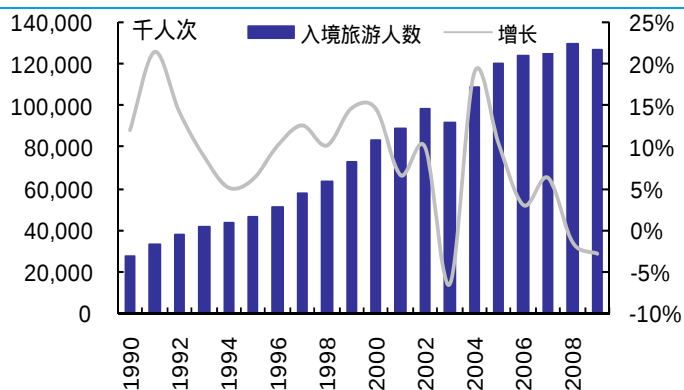
4.1.3 旅游服务市场发展空间依然广阔，然细分市场重心切换实属必然

随着旅游市场的持续发展和技术进步，旅游服务业已由传统意义上入境游、国内游、出境游组团旅游(即“三游”业务)逐步向会(会议、会展)奖(奖励)旅游、机票酒店预订、自由行、旅游电子商务等众多领域延伸。随着中国对外开放程度的不断提高、经济发展、居民收入水平提高以及国人旅游经验的日趋丰富，我们认为，中国旅游市场正在经历旅游出行习惯、旅游消费升级、商务会奖旅游等多个方向上的深刻转变，由此带来旅游服务市场中各个细分领域发展重心的切换将实属必然。

■ 入境游市场稳步发展，外国游客市场的潜力依然很大

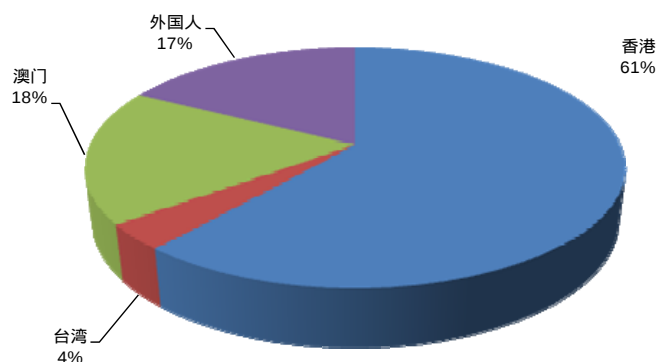
随着中国对外开放程度以及国际地位的不断提高，在过去的 30 年间，入境游市场始终保持了相对较快的增长。然而，随着市场规模基数的提高，增速放缓在所难免(见图表 25)。而且，中国在统计入境游客总量时，由于历史原因，一直将港澳台纳入统计范围，但香港、澳门回归后，与大陆的联系日益紧密，港澳居民进出海关已十分频繁，且大多不是以旅游为目的。无论是入境外国游客的绝对规模，还是在入境市场中的占比(见图表 26)，入境外国游客市场的潜力依然巨大。从近几年的数据来看，在全球经济较为平稳、中国社会稳定的环境下，入境外国游客总体能够实现相对较快的增长(见图表 27)，而游客人均消费水平的不断提升(见图表 28)将成为入境旅游市场稳步发展的重要动力。

图表25：接待入境游客稳步增长(1990~2009)

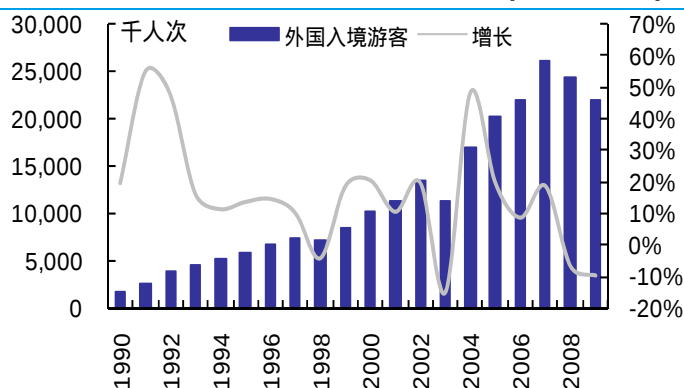


来源：CEIC，国金证券研究所

图表26：各客源地游客在入境市场中占比(2009 年)

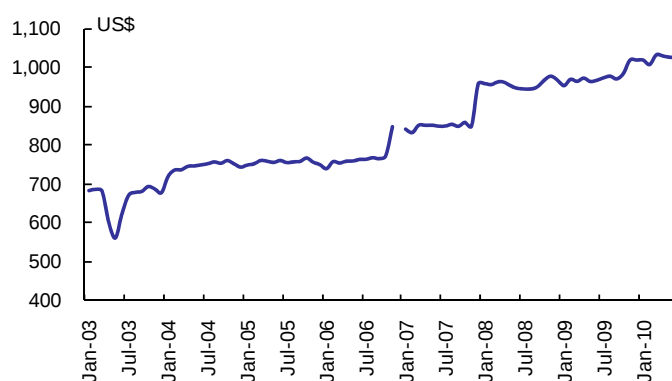


图表27：接待入境外国游客保持较快增长(1990~2009)



来源：CEIC，国金证券研究所

图表28：入境外国游客人均消费支出(2003.1~2010.6)

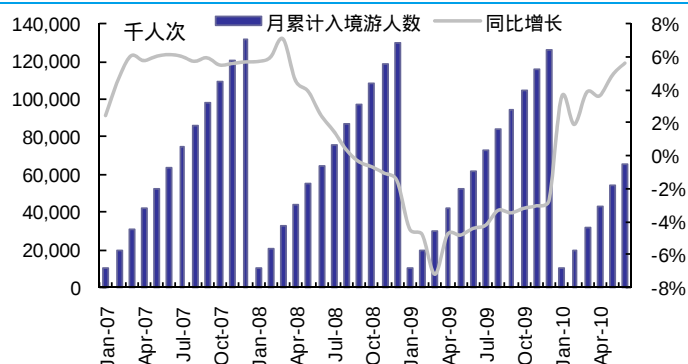


今年上半年，受益于上海世博会的开幕和外部经济环境的逐步改善，中国入境游市场呈现出全面复苏的上升势头。1~6 月，中国累计接待入境游客 6552 万人次，同比增长 5.57%(见图表 29)，其中，外国游客 1255.1 万人次，增速达到 22.97%(见图表 30)；累计实现旅游外汇收入 218.62 亿美元，同比增长 16.05%(见图表 31)，其中，外国游客累计贡献外汇收入 128.52 亿元，同比增长 24.86%(见图表 32)，继续保持较快增长。

尽管下半年受基数的影响，入境游市场增速可能会有所放缓，但在世博会和 11 月份广州亚运会等重大事件的牵引下，入境游客规模仍将保持在较高的水平。从中长期看，中国旅游业态的逐渐成熟，景区的建设与发展，交通条件的改

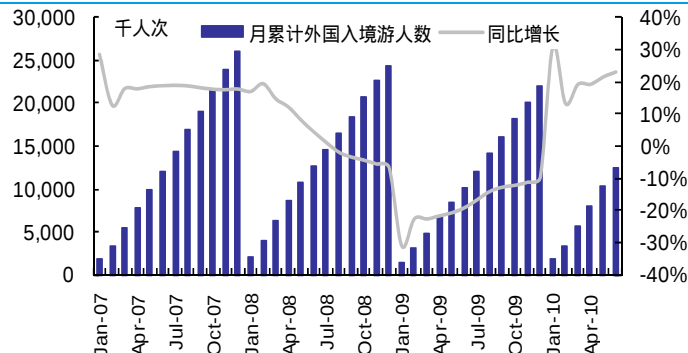
善，以及世界对中国认识的不断加深，都将成为入境旅游稳步增长的重要动力。对此，世界旅游组织(WTO)预测称，到 2015 年，中国有望取代法国成为全球最大的入境旅游接待国。

图表29：累计接待入境游客人数及同比增速

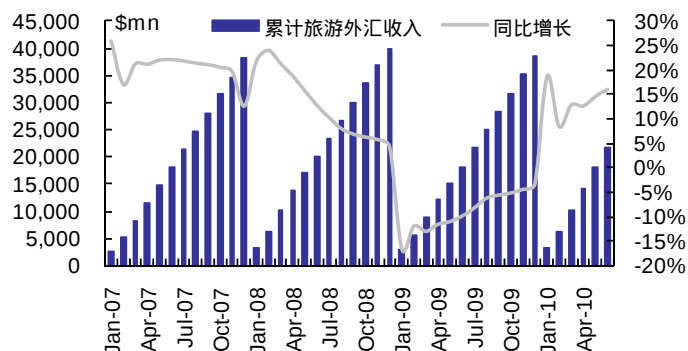


来源：CEIC，国金证券研究所

图表30：累计接待入境外国游客人数及同比增速

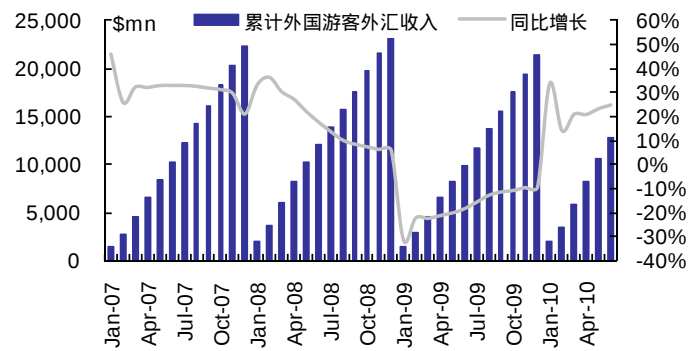


图表31：累计实现旅游外汇收入及增速



来源：CEIC，国金证券研究所

图表32：累计外国游客贡献外汇收入及增速



在入境旅游市场中，由于中国的旅行社在境外直接组团的比例很低，主要是以国外旅行社在中国之地接社的方式存在。尽管国内已经放开了入境旅行社的进入门槛，但大多境外组团社(尤其是欧美、日韩等国)基于消费者保护的考虑会选择国内的一些品牌旅行社，以保障旅游服务的质量。因此，国内的品牌旅游服务商仍将受益于入境游市场的稳步发展。

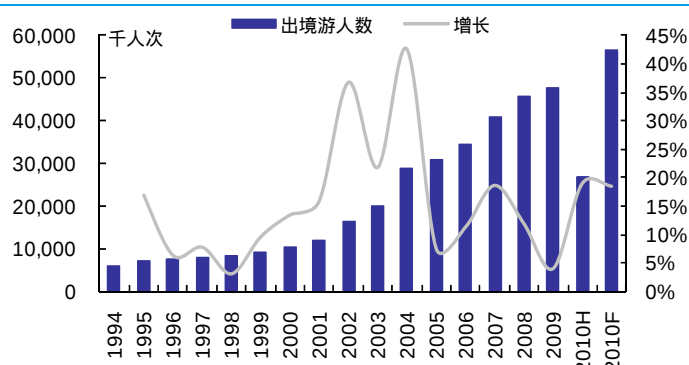
■ 收入增长与人民币升值推动出境旅游快速增长，品牌旅行社受益显著

随着中国经济持续增长、居民收入水平提高以及对中国开放旅游目的地国家或地区数量的不断增加(截至 2010 年 8 月，对中国实施开放旅游目的地国家或地区达到 110 个)，最近十年来，出境旅游始终保持了较快速度增长(见图表)。尤其是近几年，人民币对一些主要货币出现较大幅度升值，进一步推动了出境游的持续增长以及出境游目的地范围的扩大。根据世界旅游组织(WTO)2010 年 5 月 28 日发布的报告，2009 年中国已超越法国成为全球第四大国际旅游消费国，中国游客在海外旅游的消费总额达到 437 亿美元。在世界经济危机的持续余波中，中国成为近十年出国旅游增长最快的国家。WTO 预计，2020 年中国出境旅游人数将可能增长到 1 亿人次。

今年上半年，中国出境旅游人数达到 2680 万人次，同比增长 19.0%。其中，在开放大陆居民赴台旅游的政策推动下，上半年赴台旅游大幅增长，达到 62.3 万人次，增长 101%。我们预期，在今年中国经济相对较强、人民币对美元以外主要货币大幅升值以及各国频出政策吸引中国游客的推动下，今年出境旅游市场仍将保持较快发展，尤其是因私出境旅游仍将是增长的重点(见图表 33)。

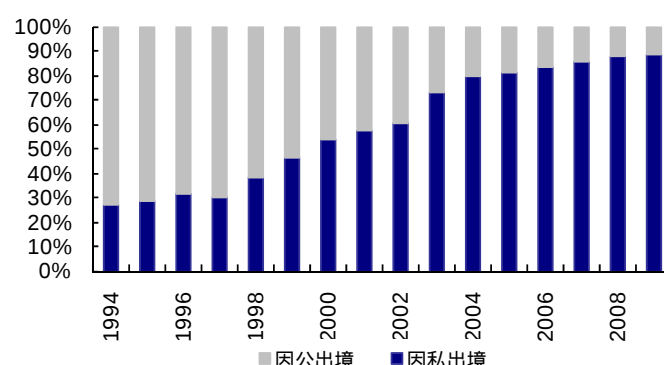
近十五年来，出境游客的旅游目的发生了很大的变动。因私出境的比例从 1994 年的 26.9% 上升到 2009 年的 88.6%(见图表 34)，已经达到一个相当高的水平。随着中国经济全球化进一步加强，国民个人旅游消费需求层次的提升，我们预计该比例未来小幅增长的空间还将存在。

图表33：出境旅游人数及增速(1994-2010F)



来源：CEIC，国金证券研究所

图表34：出境游客旅游目的(1994-2009)



由于出境旅游的大部分相关产业链在境外，如景点、酒店、餐饮、购物等，其对国内旅游相关产业的影响主要体现在国际交通工具(如国内航空公司的航班)和旅行社(组团社、出境自由行机票-酒店-景点-地接服务预订等)上。尽管国内也基本放开了出境旅行社的准入限制，但一些旅行社由于受到经济实力、规模以及行业经验的限制，无论是在承接出境游业务的能力方面，还是经营的规范性方面，均存在较多的问题。近几年频频爆出的一些小型旅行社“零团费出境游”、境外抛客、强制购物等负面新闻，让境外旅游经验还不是很丰富的国人在出境旅游时越来越倾向于选择全国性或地方的大型品牌旅行社，以保证服务的质量和安全性。因此，我们认为，大型品牌旅行社将是中国出境旅游快速增长过程中最为受益的国内旅游产业链。

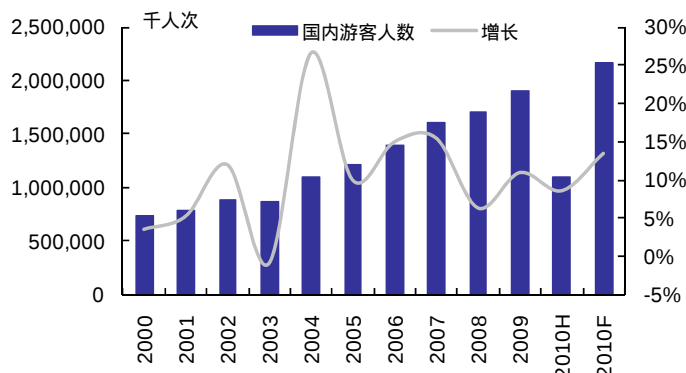
■ 国内旅游规模庞大，会奖旅游方兴未艾

在 1997 年东南亚金融危机以后，旅游作为当时国内拉动内需的一种重要手段，尤其是在 1999 年国家启动黄金周长假制度后，国内旅游市场得到了相当程度的释放，国人旅游出行始终保持了较快增长。2009 年，国内旅游人数达到 19 亿人次，同比增长近 11%，出游率达到 142.35%(见图表 35)。

国家旅游局根据上半年行业总体发展态势，预计今年上半年，国内旅游人数达到 10.97 亿人次，比上年同期增长 8.6%，其中，城镇居民出游 5.07 亿人次，增长 11.1%，农村居民出游 5.90 亿人次，增长 6.5%；国内旅游收入 6055 亿元，增长 20.6%，其中，城镇居民出游花费 4254 亿元，增长 26.0%；农村居民出游花费 1801 亿元，增长 9.7%。世博会作为今年主要拉动国内旅游的事件性因素，开幕 90 天参观人数已经突破 3400 万人次，由于世博会在下半年分布

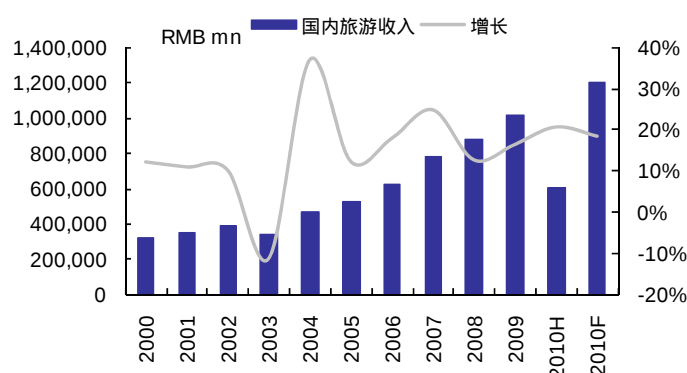
的时段更长，受此推动，下半年国内旅游市场仍将保持在相当高的景气度。我们预计全年国内游客人数实现增长 13.5%(见图表 36)，收入增长为 18.37%(见图表 37)，而收入相较更快的增长则受益于人均旅游支出的显著增加。09 年国内游人均消费 536 元，按照官方预测数据，今年上半年人均消费为 552 元，增长 2.98%。我们预计全年人均消费达到 559 元，增长 4.29%(见图表 38)。

图表35：国内旅游游客人数及增速

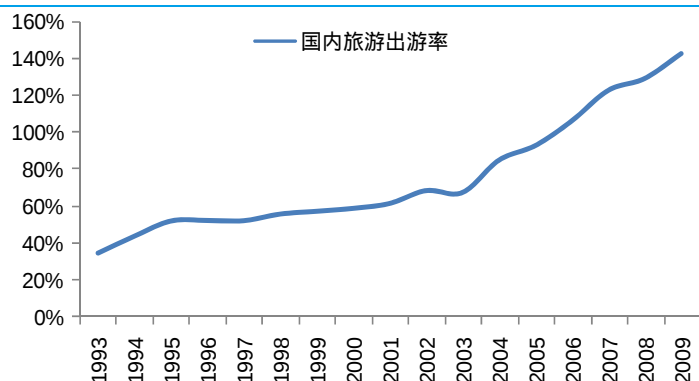


来源：国家旅游局，国金证券研究所

图表36：国内旅游收入及增速

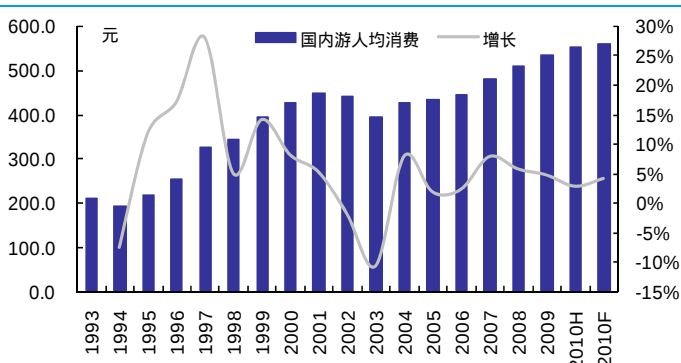


图表37：国内旅游出游率持续提高



来源：国金证券研究所

图表38：国内旅游人均消费支出及其增长



然而，随着国人旅游出行频率的不断提高，旅游经验的日益丰富，尤其在互联网时代信息更为对称，散客化趋势日趋显著(其对旅游产业价值链的影响在下文讨论)。而且，由于承接国内旅游的旅行社进入门槛更低，大量资本涌入国内旅行社市场，传统的国内观光、休闲度假旅游包价产品市场的竞争已是十分激烈。部分大型国有的品牌旅行社由于受到经营机制、规范运营成本较高、市场应对速度较慢等因素的影响，在国内旅游市场中的竞争优势不甚明显，此部分业务的盈利能力在大型品牌旅游服务商的“三游”业务中往往是最弱。因此，寻找国内旅游市场中的“蓝海”或将成为品牌旅行社未来发展的重点所在。

近年来，会奖旅游在国内旅游服务业中作为一项新兴的细分领域，呈现出迅速增长的发展态势。会奖旅游是由会议(Meeting)、激励(Incentive)、大型企业会议(Conference)以及活动展览(Exhibition)四大类主题活动所衍生的旅游行为组成。这种与公司运营、商务活动密切相关的旅游活动早已成为一些大型跨国企业经常使用的一种企业管理方式，它在促进业务发展、塑造企业文化的同时，也造就了旅游业界的一项高端产品。