

各项业务实现较快增长，等待政策预期兑现

——中国国旅(601888)公司点评

核心观点

1、中报业绩基本符合预期。上半年公司实现收入 39.4 亿元，实现归属于母公司股东净利润 2.28 亿元，分别增长 53%和 37%，对应 EPS 为 0.26 元，较好的业绩表现源于旅游主业的恢复性增长和商品销售规模扩大。

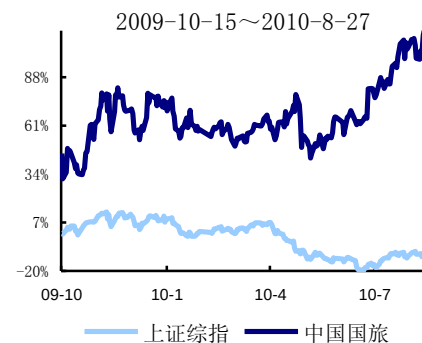
2、毛利率水平下滑较为明显。公司综合毛利率下降了 4.5 个百分点，超出我们的预期，也直接影响了整体盈利能力的提升，其中旅游主业毛利率下滑 2.6 个百分点，是因为相关旅游要素资源出现供应紧张，尤其是机票价格持续上涨，而商品销售业务毛利率也下降了 1.6 个百分点，可能是因为部分进口商品提出涨价要求，抬高了采购成本，下半年公司表示将进一步加强与供应商的合作与协商，控制成本压力，而中长期零售占比上升、商品结构优化也会有助于毛利率的改善。

3、充分受益旅游行业景气度的回升。在金融危机过后，上半年我国出境、入境和国内旅游人数分别恢复性增长 19%、5.5%和 8.6%，公司相对应的旅游收入也分别增长了 104%、32.5%和 65.8%，预计下半年尤其是 3 季度仍可保持较高的景气度，而商务会奖业务、境外签证业务也成为了新的业绩增长点。

4、商品销售业务未来年复合增长率可保持在 20%以上。上半年商品销售业务实现收入 13.9 亿元，增长 19.4%，其中免税收入增长 18.7%，略低于我们预期，有税业务由于获得世博会的特许经营权，增速达到 46%。我们认为公司在免税业务上具备垄断性，无论是各大机场、口岸改扩建带来存量店的规模扩大，还是门店的全国性扩张都具有想象空间，中国免税市场增速在全球也处于领先，因此成长性不容置疑，而有税业务则刚刚起步，自有品牌销售和品牌代理都在稳步推进。

5、等待政策预期的兑现。上半年《海南国际旅游岛规划纲要》正式出台，但备受关注的国人离岛免税政策细则仍在商议之中，预计在 3 季度末或 4 季度初出台的可能性较大。我们以 09 年三亚市 638 万人过夜旅游人数作为基准，静态测算国人离岛市场容量大约在 10-20 亿元之间，未来随着旅游人数和人均消费水平的上升，规模将持续放大，目前公司在三亚的免税店二期已经开业，三期也将于 9 月初正式运营，整体营业面积扩到 7000 平米。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	88000.00
流通A股(万股)	22000.00
52周内股价区间(元)	14.95-25.48
总市值(亿元)	221.23
总资产(亿元)	54.99
每股净资产(元)	4.21
目标价	6个月 26.4
	12个月 30

相关报告

1.《国都证券-公司研究-调研简报-中国国旅(601888):免税业务大放异彩，政策预期激发活力》2010-07-16

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	6065	9491	13061	17548
同比增速(%)	4.2	56.5	37.6	34.4
净利润(百万)	436	585	723	912
同比增速(%)	41.4	35.7	23.6	26.1
EPS(元)	0.36	0.48	0.60	0.75
P/E	-	52	42	33

研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

联系人: 王京乐

电话: 010-84183317

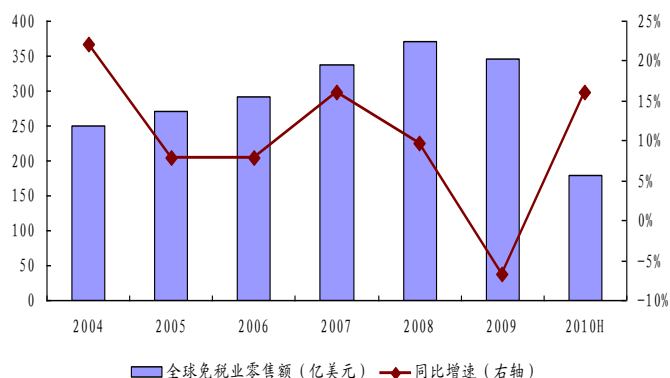
Email: wangjingle@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

6、关注旅游产业链的延伸。公司前期成立的投资公司业务以第三产业为主，目的在于借助客源优势，延伸旅游产业链，我们预计未来方向可能是景区或酒店。

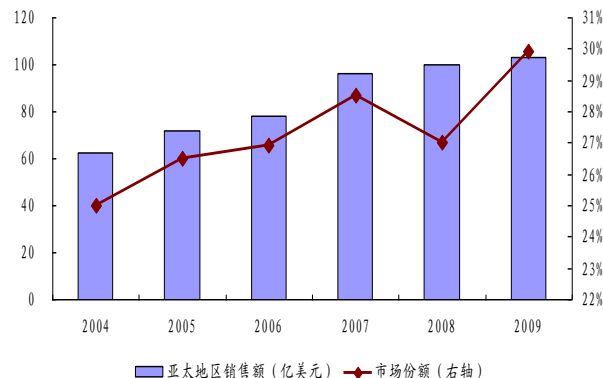
投资建议与估值：在不考虑国人离岛免税政策的情况下，预计未来3年EPS分别为0.48元、0.60元和0.75元，对应PE分别为52倍、42倍和33倍，一旦政策放开，业绩将加速释放。目前公司各项业务保持较好的增长势头和成长空间，产品和业务结构优化提升盈利能力，国人离岛免税放开也为未来几年业绩提供动力，政策预期尚存，但注意防范估值偏高的风险，暂时下调评级为“推荐，A”。

图 1: 2004-2010 年全球免税业零售额增长情况



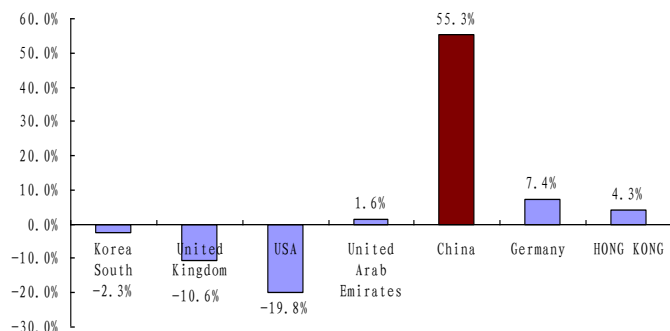
资料来源: Generation Reasearch、国都证券研究所

图 2: 2004-2009 年亚太免税业零售额及份额情况



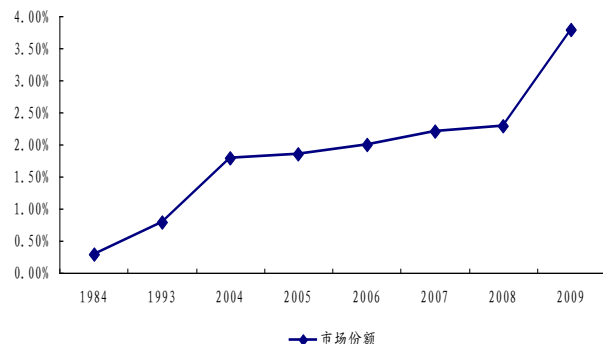
资料来源: Generation Reasearch、国都证券研究所

图 3: 09 年全球免税业排名前 7 位国家销售增速比较



资料来源: Generation Reasearch、国都证券研究所

图 4: 中国免税业市场份额变化



资料来源: Generation Reasearch、国都证券研究所

表 1: 静态测算三亚市国人离岛免税市场空间

市场容量 (亿元)		游客进店率							
		5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
进店游客人均消费 (元)	700	2.2	4.5	6.7	8.9	11.2	13.4	15.6	17.9
	800	2.6	5.1	7.7	10.2	12.8	15.3	17.9	20.4
	900	2.9	5.7	8.6	11.5	14.3	17.2	20.1	23.0
	1000	3.2	6.4	9.6	12.8	15.9	19.1	22.3	25.5
	1100	3.5	7.0	10.5	14.0	17.5	21.0	24.6	28.1
	1200	3.8	7.7	11.5	15.3	19.1	23.0	26.8	30.6
	1300	4.1	8.3	12.4	16.6	20.7	24.9	29.0	33.2
	1400	4.5	8.9	13.4	17.9	22.3	26.8	31.2	35.7
	1500	4.8	9.6	14.3	19.1	23.9	28.7	33.5	38.3

资料来源：三亚市统计局、国都证券研究所（以 09 年三亚市国内过夜旅游人数为基准）

表 2：中国国旅盈利预测

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6065	9491	13061	17548
营业成本	4694	7632	10553	14200
营业税金及附加	50	76	106	144
营业费用	475	664	940	1263
管理费用	355	503	679	895
财务费用	4	-51	-55	-28
资产减值损失	10	10	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	71	85	90	95
营业利润	548	742	918	1159
营业外收入	3	5	4	3
营业外支出	1	2	1	1
利润总额	550	745	921	1161
所得税	114	160	198	250
净利润	436	585	723	912
少数股东损益	123	160	198	250
归属母公司净利润	313	424	525	662
EBITDA	608	747	926	1198
EPS（元）	0.36	0.48	0.60	0.75

资料来源：国都证券研究所

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvai bing@guodu.com
姚小军	基金	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com