

旅游综合Ⅲ

署名人: 曾光

S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

参与人: 陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 30.00元

当前股价: 25.64元

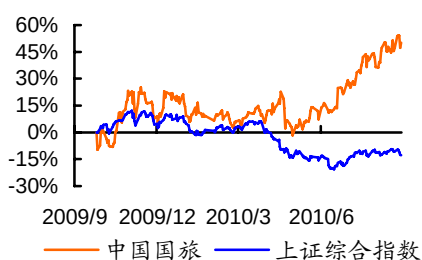
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2598.69
总股本(百万)	880
流通股本(百万)	220
流通市值(亿)	56
EPS (TTM)	0.43
每股净资产(元)	4.57
资产负债率	26.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国国旅	4.74	34.03	41.74
上证综合指数	-2.74	1.50	-14.81



相关报告

《中国国旅-旅行社业务超预期增长抵消毛利率下降不利影响》2010-8-28

《中国国旅-免税业务驶向蓝海 旅游业务迎来突破口》2010-7-11

《中国国旅-值得长期持有的战略性投资品种》2010-5-11

中国国旅

601888

强烈推荐

静待免税政策细则出台 公司未来看点不只免税业务

投资要点:

- **海南国人离岛免税业务“万事具备，只欠东风”。**近日，公司股东大会表决通过将原拟在大连、厦门、青岛设立市内免税店的27055万元向中免三亚市内免税店进行增资，用于购置固定资产、装修等。三亚店建筑面积7000平米，分三期开业。三亚市内免税店投资总额目前已达33470万元，显示公司非常看好离岛免税市场政策开放前景。为备战政策出台，三亚店目前员工队伍已达120人，且储备80人；POS机设点20个，且预留40个，在可预期的政策环境下接待能力无大问题。预期在政策明朗后，公司未来将在三亚和其它重点城市进一步布点。
- **海南国人离岛免税和机场入境免税店政策年底前放开预期暂无变化。**今年6月，国家发改委正式批复《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》后，海南省政府积极争取年底前开始运营大型免税店。据了解，海南境内游客购物免税政策的实施细则，已送报国务院等待审批。就市场竞争格局而言，根据现有政策，仅中免公司在海南具有牌照经营权。我们认为，虽然免税政策开放和运营牌照开放的主导权都在国务院，但中免公司作为市场最主要受益者的预期没有变化。此外，随着广州亚运会的日益临近，机场入境免税店政策的开放步伐预期也将加快。
- **公司短期看点在两大免税政策的放开，中长期看点还有更多。**我们认为，中国国旅的投资看点颇多，除了目前市场广泛预期的两大政策放开外，有税业务广阔的市场前景（其毛利率相比免税业务毫不逊色）、可能存在的潜在并购预期（中出服预期将成为新一轮央企重组的对象，如中国国旅能整合其市内免税业务相当于获得向出国人员销售免税品的牌照）、景区业务迈出实质性步伐（接洽性项目较多）、旅游产业链日益完整（包括未来规划发展的酒店业务）等。
- **维持“强烈推荐”投资评级，长期看好。**现有政策背景下我们预期公司10-12年EPS分别为0.51、0.67、0.88元。预期两大免税政策年底前开闸可能性较大，中免三亚市内免税店2011-2012年销售收入分别可达3亿、5亿，入境免税业务2011-2012年分别增加销售收入1亿、2亿，则公司2011-2012年的EPS将达0.72、1.00元。公司是旅游板块少有的内生增长与外延扩张兼备的战略性投资品种，自我们去年11月首次提出“1年看25元、2年看40元”后，目前市场对其投资价值的认可度已逐渐提高。基于公司利好预期临近以及股价催化因素颇多，我们维持其“强烈推荐”投资评级，建议战略性持有。

风险提示:

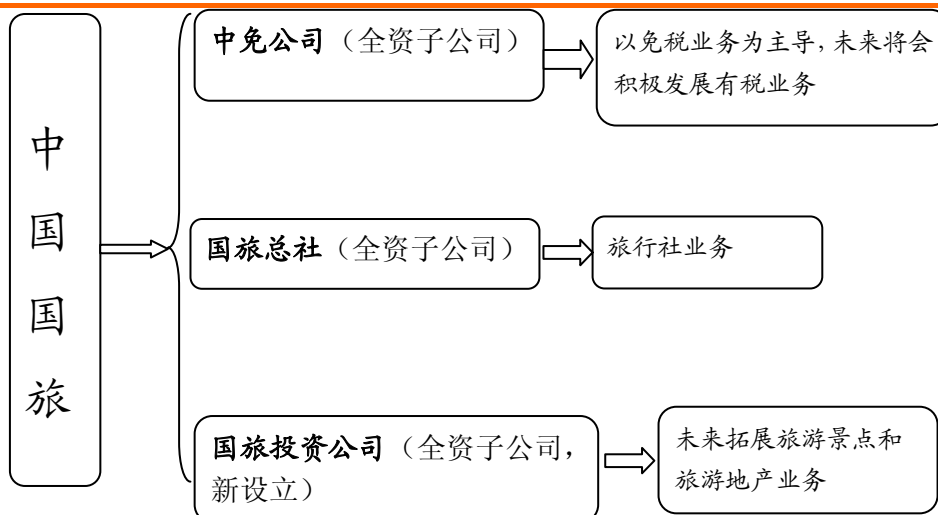
- 政策开放时间低于预期；免税市场竞争可能加剧。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6065	8916	10890	13243
同比(%)	4%	47%	22%	22%
归属母公司净利润(百万元)	313	451	587	771
同比(%)	41%	44%	30%	31%
毛利率(%)	22.6%	19.6%	19.8%	20.0%
ROE(%)	8.4%	12.7%	16.6%	17.9%
每股收益(元)	0.36	0.51	0.67	0.88
P/E	72.14	50.00	38.43	29.25
P/B	6.09	6.33	6.36	5.22
EV/EBITDA	32	24	18	14

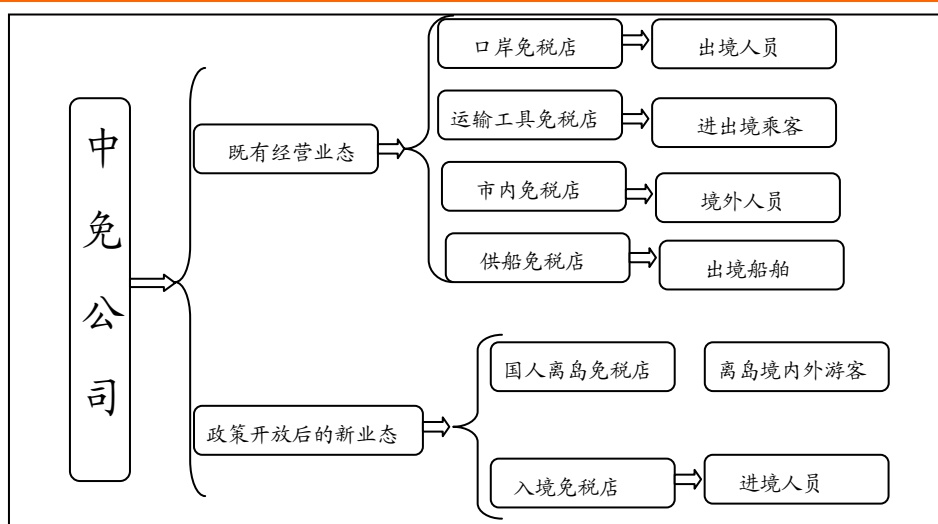
资料来源: 中投证券研究所 (现有免税政策前提下的预测)

图 1: 中国国旅业务构架



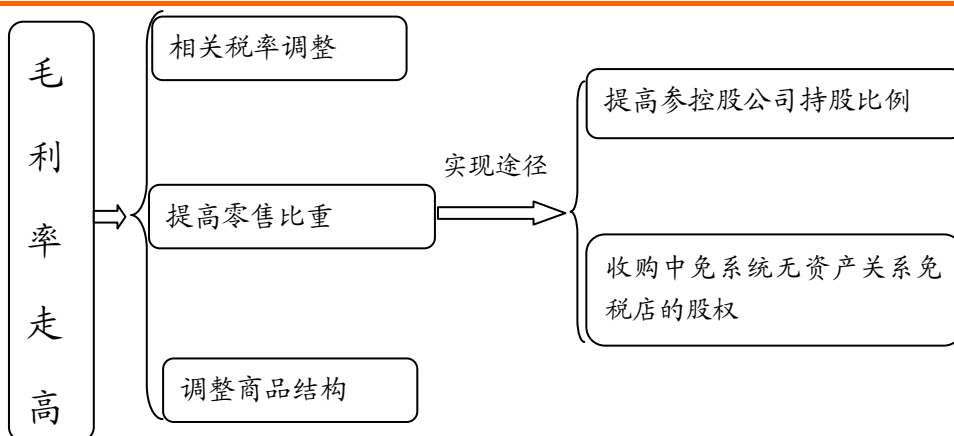
资料来源: 中投证券研究所

图 2: 中免公司预期将迎来免税政策放开, 经营业态将更加全面



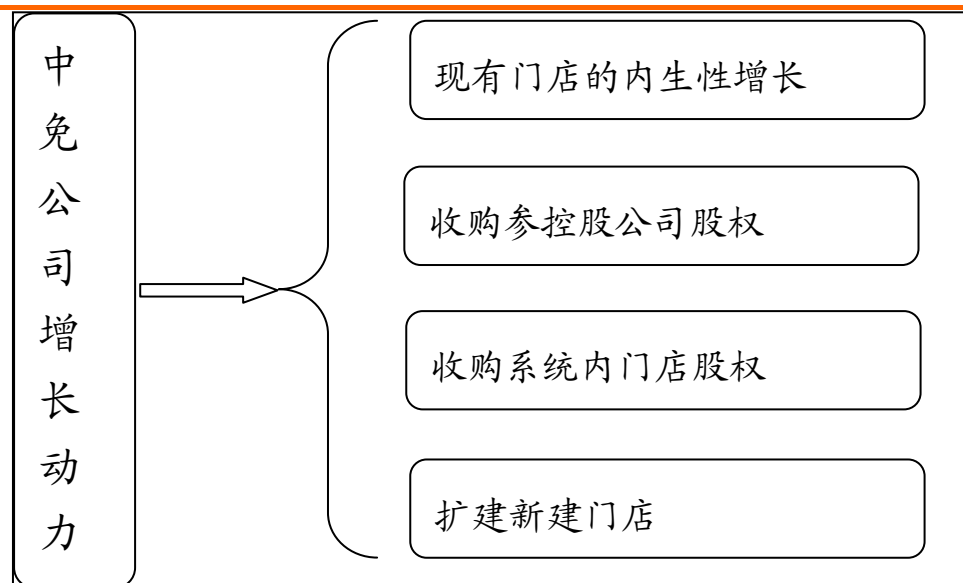
资料来源: 中投证券研究所

图 3: 2006-2009 年中免公司毛利率提升动力



资料来源: 中投证券研究所

图 4: 中免公司现有政策背景下的增长动力分析



资料来源：中投证券研究所

表 1: 中国国旅各主营业务增长预测

主营业务类别	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)				
入境游	837.41	1130.50	1413.12	1695.75
国内游	1168.47	1752.71	2190.88	2738.60
出境游	1439.05	2590.29	3056.55	3606.73
免税业务	2219.62	2707.94	3384.93	4231.16
其它	367.11	734.21	844.34	970.99
合计:	6064.51	8915.65	10889.82	13243.23
营业成本(百万元)				
入境游	691.01	963.18	1203.98	1444.78
国内游	1101.81	1652.63	2065.78	2582.23
出境游	1310.20	2387.73	2817.53	3324.68
免税业务	1395.93	1760.16	2183.28	2707.94
其它	185.85	403.82	464.39	534.05
合计:	4693.63	7167.52	8734.95	10593.67

资料来源：中投证券研究所

表 2: 三亚国人离岛免税业务静态市场空间 20 亿元（以 09 年全市接待旅游过夜人数 669 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	5%	1.2	2.4	3.6	4.8	6.0	7.2	8.5
物	10%	2.4	4.8	7.2	9.7	12.1	14.5	16.9
人	15%	3.6	7.2	10.9	14.5	18.1	21.7	25.4
数	20%	4.8	9.7	14.5	19.3	24.2	29.0	33.8
比	25%	6.0	12.1	18.1	24.2	30.2	36.2	42.3

例	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

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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4705	4859	4739	5620	营业收入	6065	8916	10890	13243
现金	3463	2931	2372	2645	营业成本	4694	7168	8735	10594
应收账款	459	796	917	1100	营业税金及附加	50	73	89	108
其它应收款	63	130	140	166	营业费用	475	591	708	821
预付账款	124	142	179	236	管理费用	355	437	523	609
存货	592	855	1127	1468	财务费用	4	2	1	3
其他	5	6	4	5	资产减值损失	10	10	9	10
非流动资产	794	1346	1844	2310	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	165	153	154	157	投资净收益	71	95	110	130
固定资产	456	848	1275	1693	营业利润	548	730	935	1228
无形资产	41	43	45	49	营业外收入	3	0	0	0
其他	133	302	370	411	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	5499	6205	6583	7929	利润总额	550	730	935	1228
流动负债	1477	2189	2429	2794	所得税	114	147	189	248
短期借款	195	200	200	200	净利润	436	583	746	980
应付账款	664	1017	1246	1504	少数股东损益	123	131	159	209
其他	619	973	982	1089	归属母公司净利润	313	451	587	771
非流动负债	3	6	5	4	EBITDA	608	806	1052	1393
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.36	0.51	0.67	0.88
其他	3	6	5	4					
负债合计	1481	2195	2433	2798	主要财务比率				
少数股东权益	314	445	604	813	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	880	880	880	880	成长能力				
资本公积	2399	1799	1199	1199	营业收入	4.2%	47.0%	22.1%	21.6%
留存收益	454	905	1492	2263	营业利润	31.7%	33.2%	28.0%	31.4%
归属母公司股东权益	3705	3565	3546	4318	归属于母公司净利润	41.4%	44.3%	30.1%	31.4%
负债和股东权益	5499	6205	6583	7929	获利能力				
					毛利率	22.6%	19.6%	19.8%	20.0%
					净利率	5.2%	5.1%	5.4%	5.8%
					ROE	8.4%	12.7%	16.6%	17.9%
					ROIC	79.5%	52.6%	41.7%	39.2%
					偿债能力				
					资产负债率	26.9%	35.4%	37.0%	35.3%
					净负债比率	13.18	9.19%	8.31%	7.19%
					流动比率	3.18	2.22	1.95	2.01
					速动比率	2.78	1.83	1.48	1.48
					营运能力				
					总资产周转率	1.42	1.52	1.70	1.83
					应收账款周转率	12	14	13	13
					应付账款周转率	7.08	8.53	7.72	7.70
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.36	0.51	0.67	0.88
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.60	0.66	0.87
					每股净资产(最新摊薄)	4.21	4.05	4.03	4.91
					估值比率				
					P/E	72.14	50.00	38.43	29.25
					P/B	6.09	6.33	6.36	5.22
					EV/EBITDA	32	24	18	14

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

研究团队简介

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: 中国国旅、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、湘鄂情。

陈青青: 中投证券研究所旅游行业助理研究员, 理学、经济学双学士, 南开大学经济学硕士, 2010 年 7 月加盟中投证券研究所。

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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434