

社会服务行业

报告原因：调研

2011 年 2 月 24 日

市场数据：2011 年 2 月 24 日

总股本/流通股本(亿股)	2.2/8.8
收盘价(元)	28.93
流通市值(亿元)	63.65
1 年内最高最低价(元)	37.5/16.01
PE/PB	57、6.26

基础数据：2010 年 9 月 31 日

资产负债率	35.79%
毛利率	19.12%
净资产收益率(摊薄)	8.95%

相关研究

分析师：加丽果

执业证书编号：S0760207120049

TEL: 010-82190386

Email: jialiguo@sxzq.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

中国国旅 (601888)

具有估值优势的稳定成长白马股

买入

维持评级

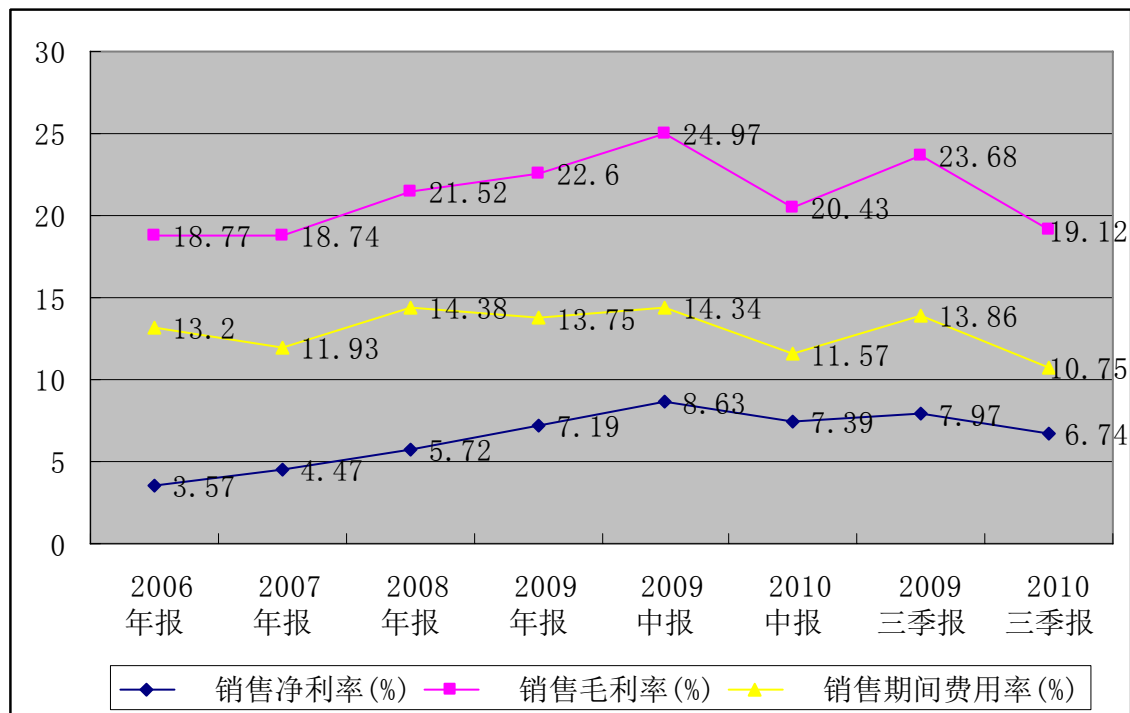
公司研究/调研简报

2 月 23 日，我们对中国国旅进行了调研。就公司 2011 年公司发展业务重点和 2010 年业绩快报低于预期进行了沟通。主要观点如下：

- **公司业绩快报低于预期的原因分析：**公司 2010 年业绩快报资料显示，公司 2010 年营业收入同比去年增长了 58.62%，但实现归属于母公司的净利润同比去年只增长了 28.93%，低于我们的预期。从业绩快报上看，利润增幅低于收入增幅的原因是公司的净利率从 2009 年的 5.16% 下降到了 2010 年业绩快报资料显示的 4.19%。通过调研了解到，公司净利率下降的原因主要有以下四点：首先，公司 2010 年 3 月份三亚市内免税店二期 2120 平米和 2010 年 9 月份三期 3000 平米开业运营，导致四季度折旧摊销费用高于以往，对中免公司的盈利能力造成了下降；第二，公司旅行社销售费用大于预期；第三，主要原因是公司变参股旅行社为控股旅行社，投资收益从成本法变为权益法，造成旅行社盈利能力也下降；第四，自公司计提奖金导致费用率提高。由于费用率的提高和成本率的提高导致了净利率的下降是业绩低于预期的主要原因。
- **2011 年主要推销重点还是三亚市内免税店，政策的推出时间仍然难以确定。**我们认为如果真如市场传言于 5 月 1 日推出，也可能有一段是运营时间，假设人均购物消费是 1500 元，时间点是 5 月 1 日推出，我们认为 2011 年三亚免税业务可能增厚每股收益在 0.09 元/股，2012 年三亚免税业务可能增厚每股收益在 0.28 元/股。
- **不考虑三亚市内免税店，我们认为公司 2011 年将难以维持 2010 年那么高的收入增长，我们估计 2011 年收入增长有可能低于 10%。**2012 年收入增幅有可能达到 10%。主要原因是 2011 年没有如 2010 年的世博会和亚运会的赛事那么大的规模，只有西安园艺博览会，时间虽然达到 6 个月，但接待规模不如 2010 年。因此，我们认为不考虑三亚市内免税店，我们给公司 2011 年每股收益为 0.67 元/股，2012 年每股收益为 0.74 元/股。如果假设三亚市内免税店如上所述，2011 年每股收益将有可能达到 0.76 元/股，2012 年每股收益将有可能达到 1.02 元/股。公司目前股价为 28.39 元/股，对应 PE 为 37 和 28 倍，我们认为公司经营模式独特，未来免税空间确定，是旅游+旅游零售业的标杆，未来成长性明显，2011 年将有可能在代签证业务方面有所突破，我们认为公司是具有估值优势的稳定成长白马股，合理 PE 应该在 40 倍，公司股票价格应该在 30-40 元之间，综合考虑，建议低于 25 元积极介入。给“买入”评级。
- **风险因素：**市内免税业务推出时间低于预期，其他不确定因素。



图表 1：公司最近几年盈利能力情况



资料来源：山西证券研究所 wind

图表 2：截至 24 日旅游餐饮酒店估值情况一览

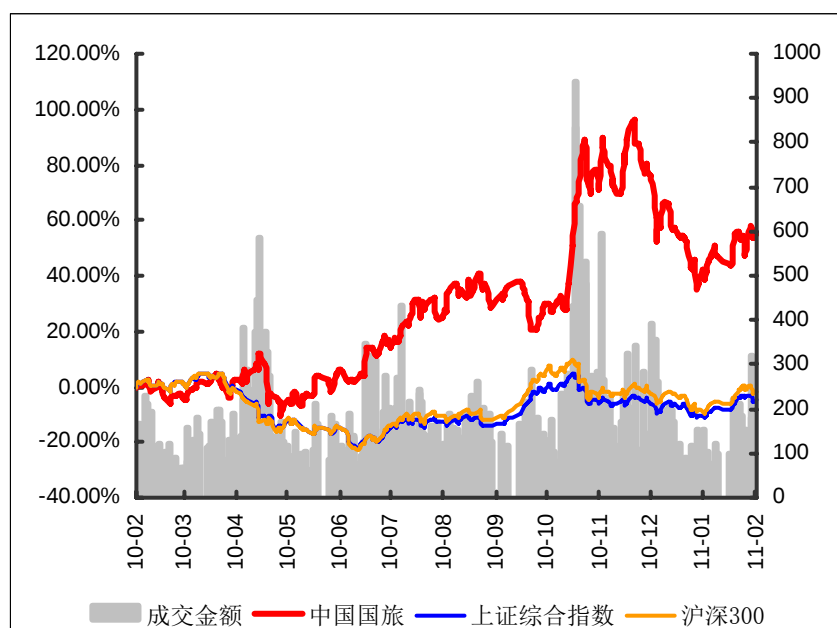
排名	代码	简称	最新价格 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE		
						TTM	10E	11E	TTM	10E	11E
行业均值（整体法）			0.00	58.35	31.70	0.2445	0.5118	0.6538	33.38	28.99	22.11
行业中值			12.39	41.19	22.05	0.1172	0.3079	0.5556	46.86	46.76	36.47
1	000802	北京旅游	13.90	19.11	11.67	0.0270	0.0000	0.0326	514.31	0.00	426.66
2	900955	九龙山 B	0.53	45.37	11.49	0.1172	0.1687	0.2983	29.69	0.00	0.00
3	900942	黄山 B 股	1.48	45.74	15.14	0.3958	0.5095	0.5878	24.51	0.00	0.00
4	900934	锦江 B 股	1.79	71.09	18.38	0.6820	0.6450	0.6475	17.28	0.00	0.00
5	900929	锦旅 B 股	1.74	15.14	7.54	0.4001	0.0000	0.0000	28.55	0.00	0.00
6	600721	ST 百花	14.32	38.50	13.47	0.0640	0.0000	0.0000	223.45	0.00	0.00
7	600661	新南洋	10.17	17.66	17.66	0.0213	0.0000	0.0000	475.28	0.00	0.00
8	600576	万好万家	23.10	50.38	50.38	0.0872	0.0504	0.0000	264.77	458.00	0.00
9	200613	ST 东海 B	3.25	9.99	2.41	-0.0024	0.0000	0.0000	-1,139.98	0.00	0.00
10	000975	科学城	7.14	44.48	27.59	0.0248	0.0000	0.0000	287.33	0.00	0.00
11	000613	ST 东海 A	5.34	19.44	13.82	-0.0024	0.0000	0.0000	-2,219.13	0.00	0.00
12	000524	东方宾馆	10.22	27.56	27.56	-0.0805	0.0507	0.0000	-126.86	201.48	0.00
13	000033	新都酒店	6.04	19.90	19.90	-0.0726	0.0000	0.0000	-83.12	0.00	0.00
14	000007	ST 零七	8.51	15.74	15.74	-0.1866	0.0000	0.0000	-45.60	0.00	0.00
15	000069	华侨城 A	12.33	383.15	160.97	0.8923	0.8270	1.0988	13.82	14.91	11.22



16	600555	九龙山	5.39	70.26	52.47	0.1172	0.1687	0.2983	45.98	31.94	18.07
17	600138	中青旅	15.30	63.55	50.94	0.6620	0.5976	0.7460	23.11	25.60	20.51
18	600258	首旅股份	24.50	56.69	56.69	0.8203	0.8768	0.9850	29.87	27.94	24.87
19	000610	西安旅游	13.90	27.35	26.97	0.0684	0.2999	0.5235	203.10	46.35	26.55
20	601007	金陵饭店	9.38	28.14	28.14	0.3190	0.3079	0.3435	29.40	30.46	27.31
21	000428	华天酒店	9.94	54.97	51.35	0.3000	0.2973	0.3391	33.13	33.44	29.31
22	000888	峨眉山 A	19.16	45.06	31.39	0.4497	0.4859	0.5997	42.60	39.43	31.95
23	600054	黄山旅游	18.90	89.09	22.23	0.3958	0.5095	0.5878	47.74	37.10	32.15
24	600754	锦江股份	21.82	131.63	97.59	0.6820	0.6450	0.6475	31.99	33.83	33.70
25	002306	湘鄂情	22.82	45.64	20.44	0.3883	0.4572	0.6413	58.77	49.91	35.59
26	000978	桂林旅游	13.91	50.09	32.01	0.1006	0.2156	0.3814	138.15	64.52	36.47
27	300144	宋城股份	50.16	84.27	16.85	0	0.9895	1.3198	53.06	50.69	38.01
28	000721	西安饮食	12.45	24.84	20.80	0.2299	0.2639	0.3248	54.14	47.17	38.33
29	002186	全聚德	31.00	43.88	43.88	0.6935	0.6705	0.7644	44.70	46.23	40.55
30	601888	中国国旅	28.93	254.58	63.65	0.4899	0.5049	0.6799	59.05	57.3	42.55
31	002033	丽江旅游	31.88	37.08	22.92	0.1256	0.1709	0.6293	253.76	186.56	50.66
32	002159	三特索道	18.25	21.90	21.88	0.2359	0.2656	0.3546	77.36	68.70	51.46
33	002059	云南旅游	12.23	26.29	9.85	0.0702	0.0000	0.1547	174.06	0.00	79.08
34	600358	国旅联合	5.48	23.67	23.67	0.0517	0.0000	0.0511	105.80	0.00	107.31
35	600593	大连圣亚	16.51	15.19	15.19	0.1126	0.1001	0.1327	146.60	164.92	124.40
36	000430	*ST 张股	10.02	22.05	18.63	0.0914	0.0513	0.0257	109.54	195.34	389.53

资料来源：山西证券研究所 wind

图表 3：公司股票二级市场最近一年来走势



资料来源：山西证券研究所 wind

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。