

公司研究

公司点评

跟踪评级_调低: 短期_推荐, 长期_A

免税业务稳健成长，海南试点启动抬高预期

——中国国旅(601888)公司点评

核心观点

近日，公司公布 2010 年年报及今年 1 季报，去年实现收入、净利润 96 亿元和 4.1 亿元，分别增长 58.4% 和 31%，对应 EPS0.47 元，而今年 Q1 实现收入、净利润 22.3 亿元和 1.17 亿元，分别增长 29.7% 和 7%，略低于预期。

1、成本因素、业务结构变化制毛利率小幅下滑。由于旅游要素价格上涨，去年公司旅游服务毛利率下降 1.8%，而供货商提价以及三亚店新开业成本较高也使免税业务毛利率下降 1.4%，结合收入结构的变化综合毛利率下滑 3.7% 至 18.6%，但 Q1 环比提升 2.8%。

2、免税业务占比、盈利能力均有下降。与 09 年相比，中免业务收入及净利润占比分别下降 9.7%、8.2%，同时净利润率下降 5.6%。

3、旅游主业增速好于行业。去年行业景气度偏高，国内、出境及入境游分别增长 10.6%、20.4% 和 9.4%，公司增速为 93.7%、93.3% 和 33%，大幅好于行业，旅游主业合计收入增长 79.2%，还源于网点扩张及会展业务加速拓展，预计今年国内、出境游增速仍好于入境游，会展增速略有放缓。

4、商品销售业务看点颇多。去年公司免税和有税商品销售分别增长 21.7% 和 101.5%，合计实现收入 28.3 亿元，增长 24%，近几年看点在于：1) 高毛利的香化产品和零售比重上升，新品类增多，并推出新品牌；2) 外延及内生成长性较强，去年新建南京、杭州等 10 家免税新店，计划加快拓展海外市场，机场改扩建也为单店带来规模扩张的空间；3) 有税业务把握事件契机，并在品牌代理、专卖店开设等方面取得突破。

5、海南免税试点启动，三亚店有望缩短培育期。今年 4 月末试点启动后，三亚店日均接待 18000 人次，商品频现断货，因此预计后期进店率和人均消费有望超出预期，三亚店盈利性显现，未来 3 年有望分别贡献净利润 2.2 亿元、4.7 亿元和 5.5 亿元，增厚 EPS0.25 元、0.53 元和 0.62 元。此外，目前海口免税主体仍有待确定，但“海棠湾国际免税城”项目值得期待。

投资建议与估值：考虑海南免税政策，预计 3 年 EPS 为 0.79 元、1.26 元和 1.59 元，目前估值处于合理区间，维持推荐 A 评级。

风险提示：1) 成本上涨；2) 海南竞争格局变化；3) 自然灾害

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	9,608	12806	16825	20913.8
同比增速(%)	58%	33%	31%	24.3%
净利润(百万)	410	697.79	1106.91	1403.00
同比增速(%)	30.9%	70.19%	58.63%	26.75%
EPS(元)	0.47	0.79	1.26	1.59
P/E	-	34	22	17

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)	16.21-37.5
总市值(亿元)	240.68
总资产(亿元)	64.82
每股净资产(元)	4.66
目标价 6个月	31.6
目标价 12个月	37

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-公司点评-中国国旅(601888):三季度业绩超预期，垄断性免税业务是价值核心》2010-10-27
- 2.《国都证券-公司研究-公司点评-中国国旅(601888):各项业务实现较快增长，等待政策预期兑现》2010-08-29
- 3.《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

研究员: 王京乐

电话: 010-84183317

Email: wangjingle@guodu.com

执业证书编号: S0940109060954

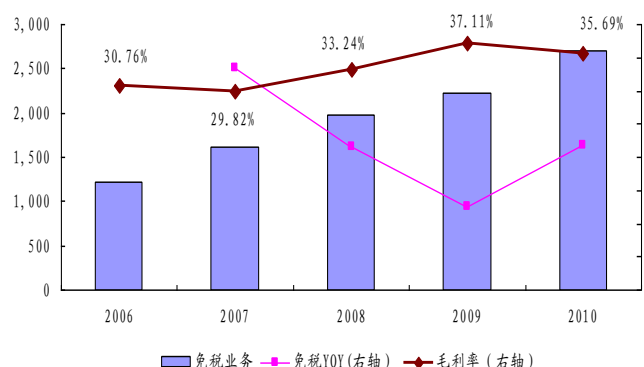
联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

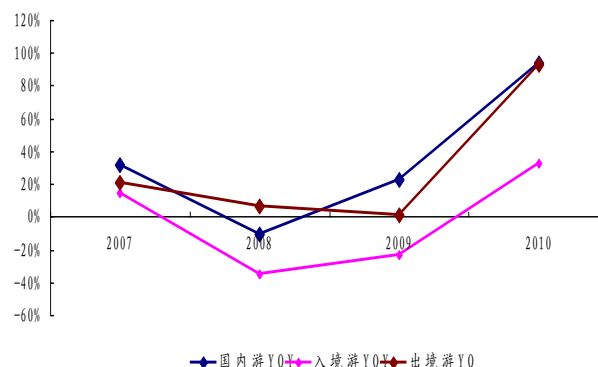
独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

图 1：公司免税业务经营情况



资料来源：公司公告、国都证券研究所

图 2：公司三大游业务快速增长



资料来源：公司公告、国都证券研究所

表 1：中国国旅分季度业绩情况

指标	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
营业收入(亿元)	14.51	16.79	17.86	17.19	22.43	30.5	25.96	22.3
营业收入同比增长率(%)	-	8.4	22.9	49.7	54.6	81.6	45.3	29.8
净利润(亿元)	1.06	0.79	0.67	1.09	1.19	1.36	0.46	1.17
净利润同比增长率(%)	-	17.04	155.41	71.73	5.47	53.85	-13.77	6.01
EPS(元)	0.16	0.09	0.08	0.12	0.14	0.15	0.05	0.13
ROE(%)	10.02	3.36	1.83	2.91	3.07	3.39	1.11	2.80
ROA(%)	5.16	2.81	1.71	2.61	2.46	2.72	1.22	2.36
毛利率(%)	24.84	21.70	20.02	22.00	19.23	17.41	18.13	21.69
净利率(%)	9.61	6.96	5.32	8.49	6.55	5.89	3.16	6.94
营业费用率(%)	9.2	7.6	7.2	6.7	6.6	5.9	9.3	7.7
管理费用率(%)	4.5	5.3	6.7	5.1	4.7	3.8	6.1	5.6
财务费用率(%)	0.2	0.2	-0.4	0.0	0.1	0.0	-1.3	-0.3

资料来源：WIND、国都证券研究所

表 2：中国国旅盈利预测

利润表	单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6065	9,608	12806	16825	20913.8
YOY		58%	33%	31%	24.3%
营业成本	4694	7,796	10372	13555	16731.0
营业税金及附加	50	70	102	135	167.3
营业费用	475	685	935	1262	1631.3
管理费用	355	467	640	841	1087.5
财务费用	4	-31	-6	-8	-10.0
资产减值损失	10	-1	9	10	10.0
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	71	89	90	95	100.0
营业利润	548	710	843	1126	1396.7
营业外收入	3	7	5	5	5.0
营业外支出	1	2	2	2	2.0
利润总额	550	715	846	1129	1399.7

所得税	114	160	186	248	307.9
净利润	436	555	660	881	1091.7
少数股东损益	123	145	182	243	234.7
归属母公司净利润	313	410	478	638	857.0
EPS（元，不考虑海南免税影响）	0.36	0.47	0.54	0.72	0.97
海南免税增厚 EPS（元）	-	-	0.25	0.53	0.62
合计 EPS（元）	-	-	0.79	1.26	1.59

资料来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

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 $\pm 5\%$ 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
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com
邓婷	金融、传媒	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、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com
王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			