

业务稳增，利空出尽

—中国国旅(601888)调研报告

民生精品---简评报告/旅游行业

2011年05月25日

一、事件概述

近日参加了中国国旅(601888)股东大会，公司经营层与大家进行了深入交流。

二、分析与判断

➤ 三亚免税店首月销售过亿元，有逐月增加的可能

三亚免税店销售基本符合预期，据公司介绍，三亚店日均营业额约为 400-500 万人民币，月销售额应该在 1.2 亿元以上。人均消费额在 2000 元以上，据海口海关数据，开业首月三亚免税店销售免税品 15 万件，有 4.7 万名旅客提货离岛，按此计算单月销售在 1 亿元以上。随着公司调整产品结构逐渐到位，缺货现象缓解后，收入有望进一步增加。另外行邮税严重制约了 5000 元以上产品的销售，但是不排除在三个月后解除的可能，届时将会对三亚免税店整体销售有比较大的促进。保守预测三亚店全年销售额在 10 亿元以上，2012 年不低于 15 亿，贡献业绩不低于 0.15 和 0.25 元。

➤ 三亚免税店毛利率较高，赢利能力强于预期

和供货商良好的合作关系使得三亚免税店经营毛利率 40%。而且未来仍有提高的可能。据公司介绍，为响应政府号召店内销售商品有意压低售价，现有 15 种化妆品有 12 种价格低于香港同类商品。鉴于此我们认为未来毛利率仍会有提升的空间。目前三亚店处于高成本运作，主要由于租金、推广、物流等成本较高，但后期除租金外其他费用都有下降的空间，三亚单店的规模经济优势将会得到比较充分的体现。

➤ 新项目投资值得关注，或成未来新突破口

对免税店项目过度的热情正在逐渐退却，公司投资的新的项目值得关注。集团主导投资的三亚海棠湾国际免税城项目正在紧张推进，项目占地 780 亩，7 月份土地竞标。2012 年下半年对外营业。目前项目推进主体为国旅集团公司，赢利条件具备后可能逐步纳入中免公司旗下，由于项目体量极大，可以赢利的项目和机会较大。另外公司在景区投资方面计划每年投资一家景区，目前正在接触大足等地项目。公司拥有强势的政府资源和旅行社客源资源，开发景区有明显的优势，前景看好。集团投资庐山、天柱山等项目，也可能以某种形式放入上市公司。

三、盈利预测与投资建议

预计未来两年公司的业绩分别为 0.74 元和 0.93 元，相对目前的股价分别 32 倍和 25 倍左右的 PE，有较好的安全边际。“4%增值税复征、三亚店收入低于预期、其他免税企业出现”等不利因素集中释放，目前公司利空已经出尽，估值优势显现且后期成长性，维持对公司的强烈推荐评级。

四、风险提示：

免税政策紧缩风险；经济大幅波动等系统性风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6,065	9,608	12,000	13,920
增长率(%)	4.2%	58.4%	24.9%	16.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	313	410	653	821
增长率(%)	31.1%	27.1%	51.0%	25.7%
每股收益(元)	0.44	0.47	0.74	0.93
PE	--	--	32	26
PB	--	--	3.9	3.2

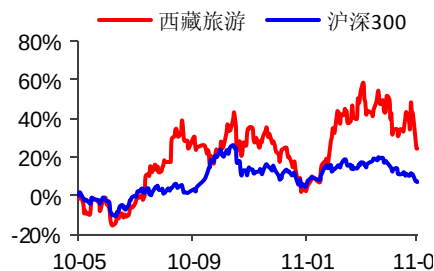
强烈推荐 维持评级

合理估值： 30 元

交易数据(2011-05-24)

收盘价(元)	23.93
近 12 个月最高/最低	37.5/22
总股本(百万股)	880
流通股本(百万股)	220
流通股比例%	25
总市值(亿元)	211
流通市值(亿元)	53

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：李振飞
执业证书编号：S0100511010004
电话：(8610)8512 7650
Email: lizhenfei@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 16 层 100005

相关研究

1. 《中国国旅(601888)深度报告：俯身掘金矿，昂首望蓝海》2010.07
2. 《中国国旅(601888)中报暨事件点评：盈利稳定增长，政策逐步走近》2010.08

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入	6,065	9,608	12,000	13,920
减：营业成本	4,694	7,796	9,500	10,925
营业税金及附加	50	70	96	111
销售费用	475	685	840	967
管理费用	355	467	600	682
财务费用	4	(31)	(10)	(17)
资产减值损失	10	(1)	1	1
加：投资收益	71	89	110	130
二、营业利润	548	710	1,083	1,380
加：营业外收支净额	2	5	5	5
三、利润总额	550	715	1,088	1,385
减：所得税费用	114	160	250	333
四、净利润	436	555	838	1,053
归属于母公司的利润	313	410	653	821
五、基本每股收益 (元)	0.44	0.47	0.74	0.93
主要财务指标				
项目	2009A	2010A	2011E	2012E
EV/EBITDA	--	--	18.83	14.41
成长能力:				
营业收入同比	4.2%	58.4%	24.9%	16.0%
营业利润同比	31.7%	29.5%	52.6%	27.5%
净利润同比	31.1%	27.1%	51.0%	25.7%
营运能力:				
应收账款周转率	12.51	16.05	14.12	13.41
存货周转率	11.23	16.27	18.34	16.11
总资产周转率	1.42	1.60	1.73	1.72
盈利能力与收益质量:				
毛利率	22.6%	18.9%	20.8%	21.5%
净利率	5.2%	4.3%	5.4%	5.9%
总资产净利率 ROA	10.2%	9.3%	12.1%	13.0%
净资产收益率 ROE	16.9%	13.0%	16.9%	17.8%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.18	2.79	2.98	3.18
资产负债率	26.9%	30.4%	29.4%	28.0%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.44	0.47	0.74	0.93
每股经营现金流量	0.18	0.52	1.00	0.77
每股净资产	4.57	5.13	6.12	7.32

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	3,463	3,784	4,453	5,173
应收票据	0	1	0	0
应收账款	459	738	961	1,115
预付账款	124	241	230	300
其他应收款	63	121	152	165
存货	592	590	719	1,010
其他流动资产	1	1	1	1
流动资产合计	4,705	5,482	6,515	7,764
长期股权投资	165	168	178	186
固定资产	456	544	631	674
在建工程	0	6	16	31
无形资产	41	48	47	45
其他非流动资产	40	34	34	34
非流动资产合计	794	999	906	970
资产总计	5,499	6,482	7,421	8,734
短期借款	195	187	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	664	816	1,238	1,370
预收账款	322	503	605	716
其他应付款	193	293	285	257
应交税费	49	79	57	100
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,477	1,966	2,184	2,443
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	1,481	1,970	2,184	2,443
股本	880	880	880	880
资本公积	2,399	2,401	2,401	2,401
留存收益	454	859	1,513	2,334
少数股东权益	314	409	593	824
所有者权益合计	4,019	4,512	5,386	6,439
负债和股东权益合计	5,499	6,482	7,570	8,882
现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流量	157	454	877	676
投资活动现金流量	(39)	(85)	(30)	27
筹资活动现金流量	2,211	(78)	(178)	17
现金及等价物净增加	2,331	287	669	720

分析师与行业专家简介

李振飞，南开大学旅游管理硕士，具有证券投资咨询执业资格。08年加盟民生证券研究所，从事旅游行业及上市公司研究2年以上，对旅游行业有较深入的见解和认识。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。