

方正证券研究所证券研究报告

分析师：陈翀

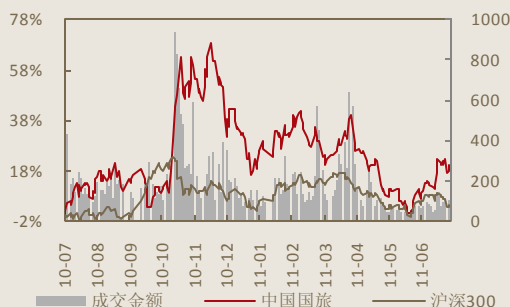
执业证书编号：S1220210100002

联系人：王朗其

TEL: 010-68582897

Email: wanglangqi@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	9607.62	11883.81	14687.47	18128.23
(+/-)	58.42%	23.69%	23.59%	23.43%
净利润	409.51	586.60	786.40	967.11
(+/-)	30.94%	43.24%	34.06%	22.98%
EPS (元)	0.47	0.67	0.89	1.10
P/E	0.00	39.42	29.41	23.91

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

中国国旅(601888)

公司投资价值分析报告
2011.07.28 买入

餐饮旅游行业

投资要点

※公司是旅行社与免税业双龙头。

公司是中国旅行社业务种类最为齐全的大型综合旅行社运营商，在中高端旅行社业务领域具有较为明显的竞争优势。全资子公司中免公司是中国免税行业的龙头企业，具有垄断优势，其免税销售的国内市场份额排名全国第一。海南离岛免税政策试行以来，三亚免税店的经营超出市场的预期，三亚和海口是试行的城市，目前海口尚无开店，未来还可能拓展到海口、琼海以及万宁。目前的政策显示，中免公司无法独享海南免税业市场，但是海南当地的免税销售还需借由中免集团的渠道，而且不排除公司以参股方式共同经营，公司仍然可以变相获得其他免税店的部分收益。

※公司具有多元成长性。

公司的一个募投项目便是设立商务会奖子公司，商务旅游旅游产品中的高端细分产品，具有很高的商业价值，发展前景很大。随着国内经济不断扩大，商务活动日益频繁的情况下，商务会奖旅游的需求将会有有一个大的增长。根据国家旅游局的调研资料，旅行社行业发展的一大趋势便是兼并及强强合作。我们预计行业未来会走上整合兼并的道路，公司在未来必将成为行业不断整合重组的一支不可或缺的力量，我们积极看好公司旅行社业务的发展前景。

近年来我国免税业的发展速度则远远快于全球免税业同期的发展速度，我国已经成为全球公认的增长最快、最具潜力的免税市场之一。可以预期，随着我国免税市场的扩大和完善以及免税运营商经营能力的提高，我国免税业的发展空间将非常广阔。

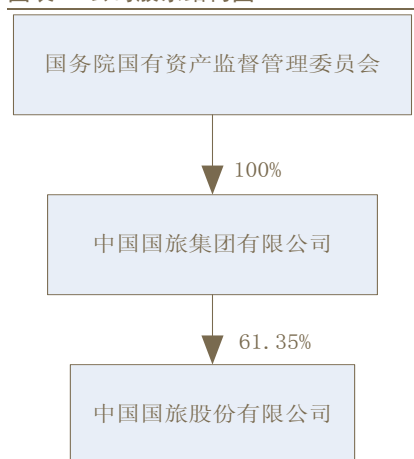
※三亚免税店提升公司 11 年业绩。

考虑三亚店的情况下，我们假定三亚市国内旅游人数按年均 12% 的增速增长，其中 10% 的游客进店消费，人均消费大概在 1300 元左右推算，那么保守预计三亚免税店营业收入达到 9.64、14.39、16.12 亿元，按 20% 的净利率计算，实现净利润 1.93、2.88、3.22 亿元，增厚 EPS 分别为 0.11、0.16、0.18 元/股。合并预测 2011 至 2013 年 EPS 为 0.67、0.89、1.10 元/股，对应 PE 分别为 39.42X、29.41X、23.91X，鉴于公司未来的空间巨大，成长性可观，并且公司将是行业政策释放的最佳受益者，我们持续看好公司发展，给予“买入”评级。

一、公司是旅行社和免税业务的双龙头

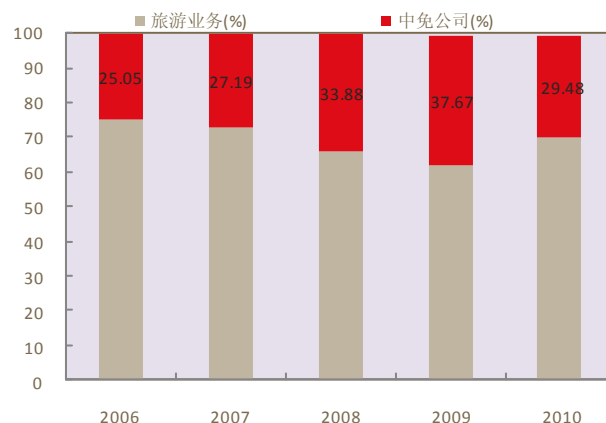
公司是中国旅行社业务种类最为齐全的大型综合旅行社运营商，在中高端旅行社业务领域具有较为明显的竞争优势。公司主要的业务除了旅行社业务之外是免税业务，主要包括烟酒、香化等免税品的批发、零售业务和品牌代理业务，经营主体为中免公司。中免公司是中国免税行业的龙头企业，其免税销售的国内市场份额排名全国第一。公司拥有两家全资子公司分别负责公司的两大业务模块，中国国际旅行社总社有限公司负责旅行社业务；中国免税品（集团）有限责任公司负责免税业务。

图表 1 公司股东结构图



资料来源：公司资料 方正证券研究所

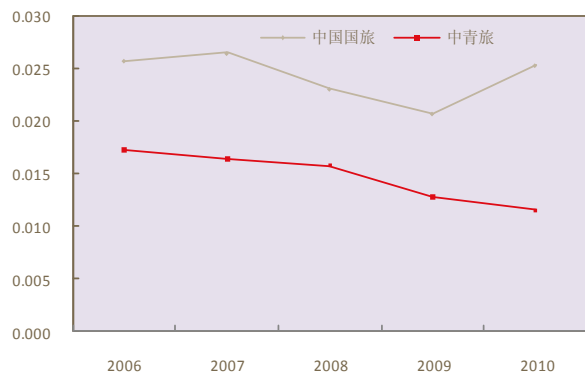
图表 2 旅游业务在公司收入构成中占比最大



资料来源：公司资料 方正证券研究所

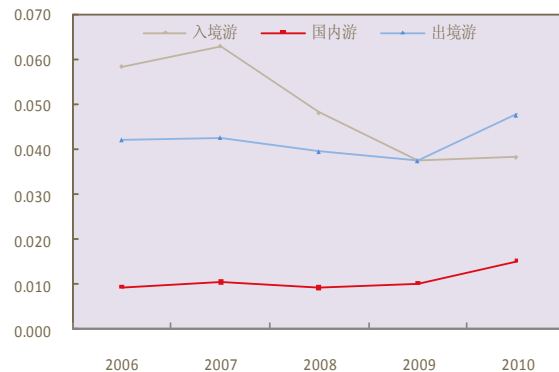
公司的旅行社业务市场占有率并不高，因为国内旅行社行业进入壁垒较低的关系，行业内旅行社众多，不仅竞争激烈且存在许多不规范经营的情况。公司拥有其他旅游集团无法比拟的优势，处于行业领先的地位，品牌优势明显。从公司三游并举发展的态势来看，除去入境游因为入境游市场增速低迷造成市场占有率出现下滑但仍是入境游排名第一的旅行社，公司国内游及出境游业务随着国内旅游市场以及出境旅游人数大幅增长的情况下，此两项业务的市场占有率均有大幅的提升。

图表 3 国旅与中青旅旅行社业务市场占有率对比



资料来源：公司资料 国家旅游局 方正证券研究所

图表 4 公司出境游与国内游市场占有率均有提升



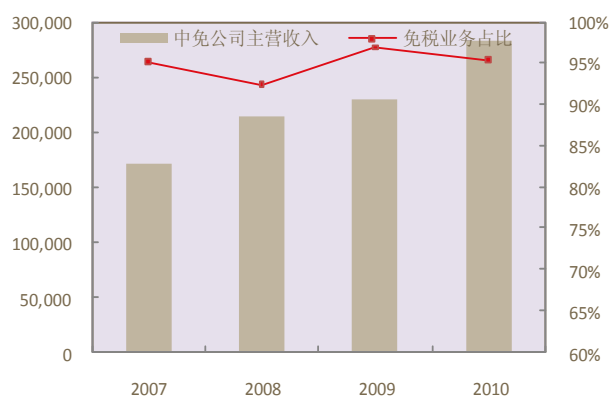
资料来源：公司资料 国家旅游局 方正证券研究所

中国境内获准经营免税商品批发兼零售业务的免税运营商主要有 4 家，分别为：中免公司、深圳市国有免税商品（集团）有限公司、珠海免税企业集团有限公司和日上免税行（上海）有限公司。其中只有中免公司可以在全国范围内的主要机场、港口和边境口岸经营免税业务，不存在地域限制，而其他公司则作为区域性的免税运营商，只能在特定的机场或其他特定区域经营免税业务。中免公司 20 多年的经营拥有遍布境内各主要口岸城市和边境地区的、发达的零售网络；强大的采购能力，与国际上百家知名品牌运营商保持良好的合作关系；高效的物流配送体系以及成熟的管理团队及丰富的专业人才。

公司“免税、有税并举”的旅游零售业务发展战略，在传统免税业务之外，公司已逐步培养起了一个新兴的有税业务板块——特许经营业务、自有品牌产品开发业务以及有税商品的品牌代理业务。目前免税品批发和零售业务仍然是中免公司的核心业务，在中免公司营业收入和净利润中的比重均在 90% 以上。

海南离岛免税政策试行以来，三亚免税店的经营超出市场的预期，三亚和海口是试行的城市，目前海口尚无开店，未来还可能拓展到海口、琼海以及万宁。目前的政策显示，中免公司无法独享海南免税业市场，但是海南当地的免税销售还需借由中免集团的渠道，而且不排除公司以参股方式共同经营，公司仍然可以变相获得其他免税店的部分收益。

图表 5 中免公司主营收入最主要来自免税业务



资料来源：公司资料 方正证券研究所

二、公司具有多元成长性

1、旅行社业务：商务旅游+兼并重组

公司其中一个募投项目便是设立商务会奖子公司，商务会奖旅游业务是指为政府、机构和企业等集团客户的商务考察培训、差旅会议、奖励旅游、路演发布、大型会议、参展览展等活动提供全方位的咨询、策划、接待和执行等专业化服务的旅游业务。在国外商务旅游占旅行社业务的比重非常大，是旅游产品中的高端细分产品，具有很高的商业价值，发展前景很大。随着国内经济不断扩大，商务活动日益频繁的情况下，商务会奖旅游的需求将会有有一个大的增长。

商务会奖旅游在近 10 年内将会得到蓬勃发展。根据国际旅行及旅游委员会的预测，从 2004 年到 2014 年，商务会奖旅游对各国经济的推动

作用都将有长足的发展。欧盟将从 2320 亿美元上升到 2902 亿美元，全世界总收入会从 5954 亿美元上升到 8953 亿美元。上升的幅度分别为 25.1% 和 50.4%。目前中国每年的国际商务旅行支出将近 42 亿美元，约占亚洲商旅市场的 17%，中国国内商务旅行支出约为 200 亿美元，两者相加近 250 亿美元。根据这种强劲增势，在今后几年内，中国商旅市场的人数和消费额仍将保持两位数的增长。预计 2020 年，中国商旅客数量将比现在增加 5 倍以上。

公司与世界顶级的旅游服务提供商美国运通公司合营国旅运通商务旅行公司，公司持股 51%，对于公司未来开展商务旅游的业务起到十分正面的作用，公司可以通过与运通公司的合作学到世界先进的商务旅游管理经验以及策划理念及运营方式，我们坚持看好公司未来这一块的发展，有望成为公司未来利润的新增长点。

图表 6 公司与世界顶级旅游服务提供商美国运通(American Express)合营商务旅游公司



资料来源：互联网 方正证券研究所

根据国家旅游局的调研资料，旅行社行业发展的一大趋势便是兼并及强强合作。从 20 世纪 80 年代末到现在，美国大旅行社的数量在行业中所占的比重不断增加。从 1989 年到 1999 年 10 年内旅行社总量趋于稳定的大环境下，美国年营业额在 500 万美元以上的旅行社的数量增加了一倍多，在行业中所占比例急剧上升。此外，大旅行社营业额的增长幅度要大于数量的增长，例如 1999 年美国年营业额在 500 万美元以上旅行社的总营业额为 828 亿美元，占行业总收入的 58%，而 1997 年这两个数字分别是 680 亿美元和 54%。两年间，收入比重增加了 4%，而数量比重只增加了 0.9%。欧洲国家也呈现出类似美国越来越垄断集中的情形。如目前英国旅行社业已形成航空 2000(Air 2000)、航空旅行(Air travel)及托马斯(Thomas)三大旅行经营商垄断 80% 市场份额的局面。大旅行社所拥有的足够资源使它在旅游产品开发、旅游服务采购、旅游市场拓展、旅游接待以及资金、信息、人才和抵御风险等方面具有极大的优势，在经营中

处于有利地位。因此，旅行社业的集中经营成为必然趋势，未来单体小旅行社在市场上的地位将会继续减弱。

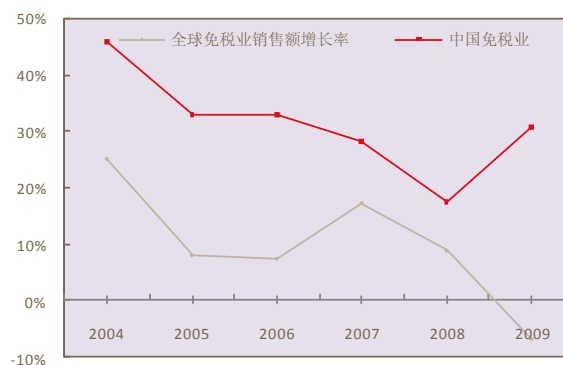
我们预计行业未来会走上整合兼并的道路，公司在未来必将成为行业不断整合重组的一支不可或缺的力量，我们积极看好公司旅行社业务的发展前景，就目前来说，公司与世界大型旅游集团公司存在较大的差距，只有兼并重组强强合作才是未来成功的关键，我们认为公司也不可避免地将循着行业发展的轨迹走下去成为全球超级的旅游服务提供商，由此可以预测公司发展的空间十分巨大。

2、免税业务：垄断优势+行业空间

我国免税行业采取国家专营模式，对该行业实行“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”的集中统一管理政策。在全国范围内，中免公司执行“四统一”的行业管理政策，经营单位设立免税商店须由中免公司统一向海关总署提出书面申请。免税品销售场所、免税品监管仓库的设立应当符合海关监管要求。各地方、各部门不得与外商合资、合作经营免税品商店或变相允许外商参与免税商店的经营活动。当然不排除国家调整免税业的管理政策，放宽免税业的市场准入政策，取消免税业的集中统一管理政策，放开免税业的市场准入，则行业的市场竞争将加剧，但是中免公司在行业内丰富的管理经验及供应链管理体系仍具绝对优势。

根据 Generation Research 和世界旅游组织的统计数据，2006 年全球免税业销售总额为 290 亿美元，国际旅游总人数为 8.46 亿人次，人均消费额高达 32.30 美元；根据国家旅游局和中免公司的统计数据计算，2006 年我国免税业人均消费额为 3.60 美元，仅为同期全球免税业人均消费额的 1/9。与世界水平相比，近年来我国免税业的发展速度则远远快于全球免税业同期的发展速度，我国已经成为全球公认的增长最快、最具潜力的免税市场之一。可以预期，随着我国免税市场的扩大和完善以及免税运营商经营能力的提高，我国免税业的发展空间将非常广阔。根据 2009 年全球免税业销售总额为 345 亿美元，其中中国超过了 10 亿美元，世界排名第 5 位。但是，与世界排名第 1 位的韩国相比，我国免税业销售额仅为其三分之一。随着免税政策和免税业态的逐步完善，影响我国免税业发展的制约因素会逐步消减，我们认为，中国免税业将会成为全球免税业中最重要的一支力量。

图表 7 中国与世界免税销售额增长率对比



资料来源：Generation Research 方正证券研究所

三、盈利预测与估值

在不考虑三亚店的情况下，就现有的业务我们预测 2011 至 2013 年 EPS 分别为 0.56、0.73、0.92 元/股。

表格 1 盈利预测分拆及预测

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入					
旅游服务-出境旅游	1439.05	2781.53	3476.91	4346.14	5432.68
旅游服务-国内旅游	1168.47	2263.75	2852.33	3593.93	4528.35
旅游服务-入境旅游	837.41	1112.65	1168.28	1285.11	1413.62
旅游服务-其他服务	161.20	363.61	545.42	818.12	1227.18
旅游服务-票务代理	141.05	194.80	214.28	235.71	259.28
商品贸易-有税商品	64.85	130.70	137.24	164.68	197.62
商品贸易-免税商品	2219.62	2702.12	3296.59	3955.90	4747.08
营业成本					
旅游服务-出境旅游	1310.20	2572.46	3209.19	4007.14	4998.06
旅游服务-国内旅游	1101.81	2118.90	2652.66	3327.98	4184.20
旅游服务-入境旅游	691.01	944.47	975.52	1062.79	1159.17
旅游服务-其他服务	145.88	310.10	465.13	697.69	1046.54
旅游服务-票务代理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
商品贸易-有税商品	39.97	88.94	85.09	100.46	118.57
商品贸易-免税商品	1395.93	1737.70	2093.33	2500.13	2990.66

资料来源：公司公告 方正证券研究所

考虑三亚店的情况下，我们假定三亚市国内旅游人数按年均 12% 的增速增长，其中 10% 的游客进店消费，人均消费大概在 1300 元左右推算，那么保守预计三亚免税店营业收入达到 9.64、14.39、16.12 亿元，按 20% 的净利率计算，实现净利润 1.93、2.88、3.22 亿元，增厚 EPS 分别为 0.11、0.16、0.18 元/股。合并预测 2011 至 2013 年 EPS 为 0.67、0.89、1.10 元/股，对应 PE 分别为 39.42X、29.41X、23.91X，鉴于公司未来的空间巨大，成长性可观，并且公司将是行业政策释放的最佳受益者，我们持续看好公司发展，给予“买入”评级。

四、风险提示

自然灾害等事件性影响因素

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5482.36	7251.11	7661.86	9973.46	经营活动现金流	429.99	1079.49	640.27	1707.44
现金	3784.37	4734.71	5100.96	6509.77	净利润	554.66	830.14	1091.28	1339.76
应收账款	738.24	1099.08	1024.66	1515.81	折旧摊销	0.00	87.62	108.84	135.86
其它应收款	121.39	166.98	157.77	234.56	财务费用	-31.48	-41.59	-49.94	-59.82
预付账款	240.56	134.56	358.85	260.61	投资损失	-89.04	-72.04	-77.37	-79.48
存货	589.75	1109.84	1013.44	1445.58	营运资金变动	40.62	270.79	-432.27	372.48
其他	8.05	5.94	6.19	7.13	其它	-44.77	4.58	-0.27	-1.35
非流动资产	999.38	1150.68	1344.61	1581.23	投资活动现金流	-105.34	-173.27	-224.79	-291.27
长期投资	167.76	239.35	316.73	396.34	资本支出	174.52	90.54	118.53	152.09
固定资产	544.31	636.16	749.35	894.70	长期投资	-3.25	-71.59	-77.38	-79.61
无形资产	48.05	54.90	63.83	73.53	其他	65.93	-154.32	-183.64	-218.79
其他	239.26	220.26	214.70	216.67	筹资活动现金流	10.31	44.12	-49.23	-7.35
资产总计	6481.73	8401.79	9006.47	11554.69	短期借款	-7.60	88.40	-56.40	8.13
流动负债	1966.19	3143.77	2699.61	3983.00	长期借款	0.00	0.02	0.00	0.01
短期借款	187.40	275.80	219.40	227.53	其他	17.91	-44.30	7.16	-15.49
应付账款	815.65	1510.22	1212.20	1975.86	现金净增加额	334.95	950.34	366.25	1408.82
其他	963.14	1357.75	1268.01	1779.61					
非流动负债	3.67	4.02	3.60	3.78	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	0.02	0.02	0.02	成长能力				
其他	3.67	4.00	3.58	3.75	营业收入	58.42%	23.69%	23.59%	23.43%
负债合计	1969.87	3147.78	2703.21	3986.78	营业利润	29.50%	48.72%	31.50%	23.30%
少数股东权益	408.55	652.09	956.98	1329.63	归属母公司净利润	30.94%	43.24%	34.06%	22.98%
归属母公司股东权益	4103.31	4601.91	5346.28	6238.28	获利能力				
负债和股东权益	6481.73	8401.79	9006.47	11554.69	毛利率	18.85%	20.22%	20.37%	20.03%
					净利率	5.77%	6.99%	7.43%	7.39%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	12.29%	15.80%	17.31%	17.70%
营业收入	9607.62	11883.81	14687.47	18128.23	ROIC	12.92%	17.01%	19.60%	20.71%
营业成本	7796.29	9480.92	11695.73	14497.20	偿债能力				
营业税金及附加	70.11	83.19	102.81	126.90	资产负债率	30.39%	37.47%	30.01%	34.50%
营业费用	685.28	808.10	954.69	1142.08	净负债比率	4.15%	5.25%	3.48%	3.01%
管理费用	467.48	558.54	660.94	779.51	流动比率	2.79	2.31	2.84	2.50
财务费用	-31.48	-41.59	-49.94	-59.82	速动比率	2.49	1.95	2.46	2.14
资产减值损失	-0.80	11.11	12.45	10.27	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.60	1.60	1.69	1.76
投资净收益	89.04	72.04	77.37	79.48	应收帐款周转率	16.05	12.94	13.83	14.27
营业利润	709.78	1055.60	1388.16	1711.58	应付帐款周转率	10.54	8.15	8.59	9.09
营业外收入	7.29	9.30	6.50	7.70	每股指标(元)				
营业外支出	2.09	2.59	1.96	2.21	每股收益	0.47	0.67	0.89	1.10
利润总额	714.98	1062.31	1392.70	1717.06	每股经营现金	0.49	1.23	0.73	1.94
所得税	160.32	232.17	301.42	377.30	每股净资产	5.13	5.97	7.16	8.60
净利润	554.66	830.14	1091.28	1339.76	估值比率				
少数股东损益	145.15	243.54	304.89	372.65	P/E	0.00	39.42	29.41	23.91
归属母公司净利润	409.51	586.60	786.40	967.11	P/B	0.00	5.03	4.33	3.71
EBITDA	714.98	1149.93	1501.54	1852.92	EV/EBITDA	-4.46	16.80	12.79	9.81
EPS (元)	0.47	0.67	0.89	1.10					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼 (100037)	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼 (410015)
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com