

免税业务量价齐升，中期业绩实现高增长

中国国旅 (601888.SZ)

推荐

投资要点:

1. 事件

公司于8月27日发布中报，上半年营业收入50.52亿元，同比增长27.48%；实现归属于母公司净利润3.31亿元，同比增长44.85%；每股收益0.38元，与我们预期基本一致。

2. 我们的分析与判断

(1) 上半年净利4.05亿元，免税业务贡献显著

上半年营业收入50.52亿元，同比增长27.48%；实现归属于母公司净利润4.05亿元，同比增44.85%；其中2季度收入28.21亿元，环比增26.51%，归属于母公司净利润3.3亿元，环比增183%；2季度净利润环比大幅增长主要由于三亚市内免税店开业。

三亚市内免税店自开业以来实现销售收入2.28亿元，日均销售额达到317万元，实现净利润4894.06万元，利润率达到21.46%，超出市场预期。

(2) “三游”收入增长26%，毛利率有所下降

上半年“三游”业务收入28.93亿元，同比增长26.09%，其中国内游与出境游同比增长49.34%和23.59%；入境游受日本地震及核泄漏的影响，收入减少-6.15%。

由于人民币升值以及机票、门票等旅游要素价格普遍上涨，“三游”业务整体毛利率下降0.89个百分点至7.53%，其中入境游和出境游毛利率分别下降1.52/0.9个百分点至13.36%/6.92%，国内游毛利率小幅上升0.58个百分点至6.29%。

(3) 免税业务毛利率创新高，抵消增值税复征的影响

上半年免税业务收入17亿元，同比增25.98%，免税业务毛利率提升5.16个百分点至39.97%。免税业务毛利率的显著提升抵消了零售免税品增值税再次征收的影响。

自开业以来三亚免税店实现收入2.28亿元。预计全年三亚免税店收入有望达到10亿元，贡献利润2亿元左右，合每股收益0.23元。

(4) 商务会奖与签证中心发展势头良好

上半年商务会奖公司实现净利润157.76万元。由于商务会奖业务毛利率高于传统“三游”业务，且近年来商务会奖市场需求逐步释放，公司将采取积极整合系统内资源，拓展大客户等手段重点发展商务会奖业务。

公司继续保持签证服务中心业务优势。目前公司已在境外设立5家签证公司、7个签证服务中心，目前仍在积极申请日本、韩国、美国等旅游大国设立签证中心。

分析师

许耀文

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208091646

特此鸣谢

杨欢: (8610) 6656 8865

(yanghuan@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2011.08.26

A股收盘价(元)	27.79
A股一年内最高价(元)*	31.60
A股一年内最低价(元)*	21.31
上证指数	2612
市净率	5.62
总股本(万股)	88000
实际流通A股(万股)	22000
限售的流通A股(万股)	66000
流通A股市值(亿元)	61.14

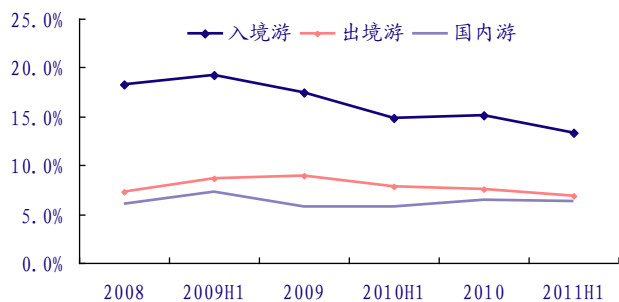
注: *价格未复权

相关研究

3、投资建议

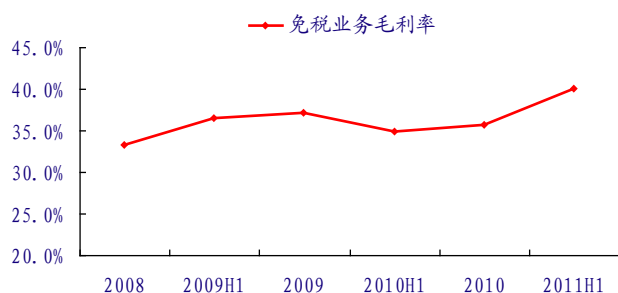
预计公司 11/12/13 年收入分别为 129.7/162.1/194.5 亿元，净利润为 7.1/9.6/12.6 亿元，每股收益为 0.81/1.09/1.44 元，对应 PE 分别为 34.3/25.4/19.3x，我们给予推荐评级。海南离岛免税政策进一步放松、入境免税业务获批等将成为股价催化剂。

图 1: “三游”业务毛利率走势



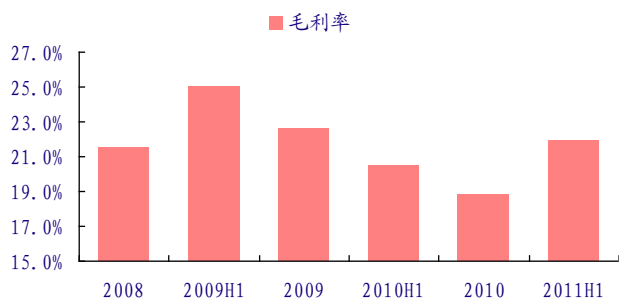
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 2: 免税业务毛利率提升



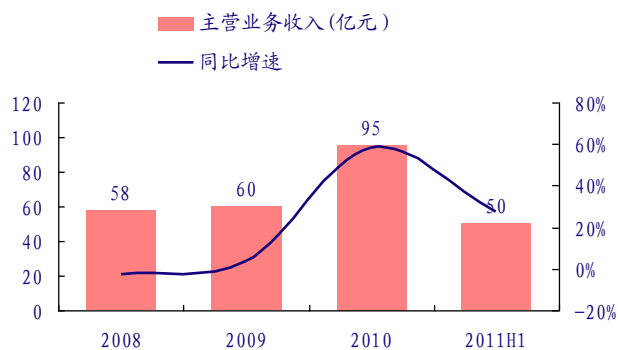
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 3: 近三年公司综合毛利率走势



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 4: 近三年主营业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

中国国旅（601888）财务报表预测

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E	
货币资金	3784.4	5108.9	6386.1	7663.3	营业收入	9607.6	12970.3	16212.9	19455.4
应收票据	0.7	0.7	0.7	0.7	营业成本	7796.3	10246.5	12646.0	14980.7
应收账款	738.2	996.6	1245.8	1494.9	营业税金及附加	70.1	94.6	118.3	142.0
预付款项	240.6	393.6	582.5	806.2	销售费用	685.3	972.8	1216.0	1459.2
其他应收款	121.4	163.9	204.9	245.8	管理费用	467.5	648.5	810.6	972.8
存货	589.7	775.1	956.6	1133.2	财务费用	-31.5	-36.4	-29.7	-45.2
其他流动资产	0.8	0.8	0.7	0.7	资产减值损失	-0.8	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	167.8	167.8	167.8	167.8	投资收益	89.0	100.0	100.0	100.0
固定资产	0.0	443.2	455.8	544.3	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	11.2	0.0	5.9	营业利润	709.8	1144.3	1551.7	2046.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业外收支净额	5.2	5.2	0.0	0.0
无形资产	48.0	43.2	38.4	33.6	税前利润	715.0	1149.5	1551.7	2046.0
长期待摊费用	122.3	110.0	97.8	85.6	减：所得税	160.3	264.4	356.9	470.6
资产总计	6481.7	8413.8	10267.2	12149.8	净利润	554.7	885.1	1194.8	1575.4
短期借款	187.4	821.3	1061.2	945.1	归属于母公司的净利润	409.5	712.7	962.0	1268.5
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	145.2	172.4	232.7	306.9
应付账款	815.7	1057.3	1304.9	1545.8	基本每股收益	0.47	0.81	1.09	1.44
预收款项	502.6	762.0	1086.2	1475.4	稀释每股收益	0.47	0.81	1.09	1.44
应付职工薪酬	82.0	82.0	82.0	82.0	财务指标				
应交税费	79.5	79.5	79.5	79.5	成长性				
其他应付款	292.9	292.9	292.9	292.9	营收增长率	58.4%	35.0%	25.0%	20.0%
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	19.7%	71.3%	41.1%	33.7%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	30.9%	74.0%	35.0%	31.9%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	盈利性				
负债合计	1969.9	3104.8	3916.6	4430.5	销售毛利率	18.9%	21.0%	22.0%	23.0%
股东权益合计	4511.9	5309.0	6350.6	7719.3	销售净利率	4.3%	5.5%	5.9%	6.5%
现金流量表（百万元）					ROE	9.7%	14.8%	17.0%	19.0%
净利润	885	1195	1575	1889	估值倍数				
折旧与摊销	77	79	80	80	PE	59.7	34.3	25.4	19.3
经营活动现金流	454	742	1,061	1,455	P/S	2.5	1.9	1.5	1.3
投资活动现金流	-85	0	100	100	P/B	5.4	4.6	3.9	3.2
融资活动现金流	-78	582	117	-278	股息收益率	0.0%	0.4%	0.6%	0.8%
现金净变动	291	1,325	1,277	1,277	EV/EBITDA	26.1	15.5	10.7	7.6

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

许耀文，旅游行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：中国国旅（601888.SH）、桂林旅游（000978.SZ）、锦江股份（600754.SH）、丽江旅游（002033.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908