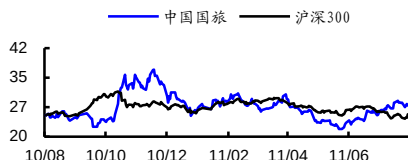


证券研究报告—动态报告
旅游休闲
旅游
中国国旅(601888)
2011 年半年报点评
推荐

(维持评级)

2011 年 8 月 29 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	880.0/220.0
总市值 (百万元)	24,455.2/6,113.8
沪深 300/深圳成指	2,612.19/11,568.17
12 个月最高/最低 (元)	36.59/21.93

相关研究报告:

《中国国旅-601888-三亚免税店将在不断优化调整中成长, 公司后续发展空间巨大》——2011-5-22

《中国国旅-601888-股价已基本反映短期利空, 投资价值凸显》——2011-5-13

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809

E-mail: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

半年报点评

中报大幅超预期 三亚免税业务潜力巨大

●公司上半年净利润同比增长 44.85%, EPS 0.38 元, 大幅超预期

今年上半年, 公司实现营业收入 50.52 亿元, 同比增长 27.50%; 实现归属于母公司的净利润 3.31 亿元, 同比增长 44.85%。EPS 0.38 元。此前市场预期公司中报业绩 0.34 元左右 (30% 增长)。其中三亚免税店贡献 EPS 0.06 元。

●三亚免税店净利率达 21.5%, 下半年日营业额有望逐渐走高

上半年仅营业 72 天背景下, 三亚免税店实现销售额 2.28 亿元, 日营业额 317 万元, 其中免税商品约占 95%; 实现净利润 4894 万元, 净利率达 21.5%, 明显高于传统免税业务。如果再考虑到上半年其余 109 天只有费用无收入, 其实际净利率更高。随着制约三亚免税店经营的一些不利因素逐渐解决, 且 9 月份三亚将进入旅游旺季, 保守预计全年三亚店营业额 8.96 亿元, 净利率 22.50%。

●免税店业务整体毛利率提升超预期, 增值税影响已体现且不明显

上半年免税业务收入同比增长 25.98%, 毛利率提升 5.16 个百分点。扣除三亚免税店因素, 免税业务收入同比增长约 10%, 公司整体净利润增长约 23%。由于香化产品毛利率高于烟酒毛利率, 因此三亚免税店对整体毛利率提升有一定拉动作用, 但免税业务商品结构优化和零售比重提升更为关键, 这直接导致了传统免税业务净利率的提升。从半年报披露来看, 零售业务 4% 增值税已计征。

●风险提示

海口免税店的推出带来竞争和分流, 奢侈品进口税率若下调可能带来冲击。

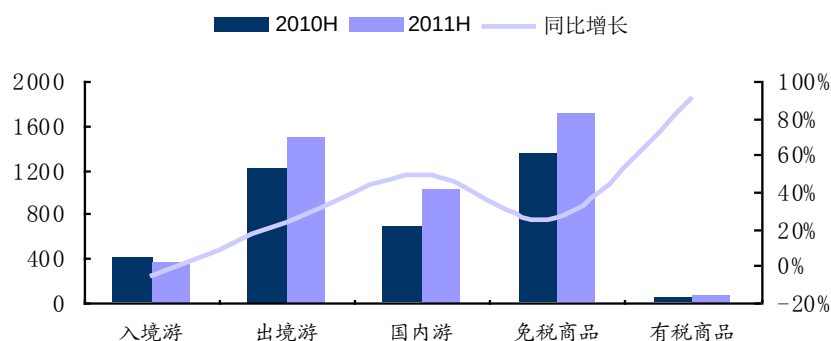
●公司具有长期持续高增长潜力, 维持“推荐”评级

提高公司 11-13 年 EPS 预测分别到 0.86/1.27/1.61 元, 其中三亚市内免税店分别贡献 0.23/0.47/0.61 元。我们认为, 公司将是我国经济结构调整大变革背景下最为受益的投资标的之一, 其内生性增长与外延扩张均极具看点。海南国人离岛免税政策后续的改进、海棠湾国际免税城项目的推进、入境免税店的放行、潜在的并购预期等都将为公司未来股价催化剂。公司具有长期持续高增长潜力, 我们坚定看好公司的长期投资价值, 继续维持“推荐”投资评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	6,064.51	9,607.62	12,566	16,122	19,936
(+/-%)	4.23%	58.42%	30.8%	28.3%	23.7%
净利润(百万元)	312.75	409.51	753	1117	1419
(+/-%)	41.37%	30.94%	83.8%	48.4%	27.0%
每股收益 (元)	0.36	0.47	0.86	1.27	1.61
EBIT Margin	9.32%	7.60%	8.2%	9.6%	10.0%
净资产收益率 (ROE)	8.44%	9.98%	16.4%	21.0%	22.7%
市盈率 (PE)	78.19	59.72	32.5	21.9	17.2
EV/EBIT	39.73	30.17	24.6	17.0	13.5
市净率 (PB)	6.60	5.96	5.32	4.60	3.92

图 1: 2011 年上半年中国国旅各主营业务收入同比增长情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 1: 2011 年上半年中国国旅主要财务指标对比

科目	2011H	2010H	同比增减
入境游业务毛利率	13.36%	14.88%	-1.52%
国内游业务毛利率	6.29%	5.71%	0.58%
出境游业务毛利率	6.92%	7.82%	-0.90%
票务代理毛利率	100.00%	100.00%	0.00%
免税商品毛利率	39.97%	34.82%	5.16%
有税商品毛利率	32.50%	29.86%	2.65%
综合毛利率	21.93%	20.43%	1.50%
销售费用率	7.35%	6.63%	0.72%
管理费用率	5.03%	4.87%	0.16%
财务费用率	-0.23%	0.07%	-0.30%
期间费用率	12.14%	11.57%	0.57%
ROE	7.82%	5.98%	1.84%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E	
现金及现金等价物	3784	4319	4954	5829	营业收入	9608	12566	16122	19936
应收款项	860	1102	1413	1748	营业成本	7796	9957	12654	15662
存货净额	590	821	1044	1292	营业税金及附加	70	101	129	159
其他流动资产	248	289	371	459	销售费用	685	880	1080	1296
流动资产合计	5482	6531	7783	9328	管理费用	467	593	711	819
固定资产	550	787	1007	1209	财务费用	(31)	(30)	(33)	(40)
无形资产及其他	48	47	46	45	投资收益	89	96	104	112
投资性房地产	233	233	233	233	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
长期股权投资	168	170	172	174	其他收入	0	0	0	0
资产总计	6482	7769	9241	10989	营业利润	710	1162	1684	2152
短期借款及交易性金融负债	187	300	300	300	营业外净收支	5	0	0	0
应付款项	816	1095	1392	1723	利润总额	715	1162	1684	2152
其他流动负债	963	1261	1594	1962	所得税费用	160	244	387	538
流动负债合计	1966	2656	3286	3985	少数股东损益	145	165	180	195
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	410	753	1117	1419
其他长期负债	4	4	4	4					
长期负债合计	4	4	4	4	现金流量表（百万元）				
负债合计	1970	2660	3290	3989	2010	2011E	2012E	2013E	
少数股东权益	409	516	633	759	净利润	410	753	1117	1419
股东权益	4103	4593	5319	6241	资产减值准备	(11)	(0)	(0)	(0)
负债和股东权益总计	6482	7769	9241	10989	折旧摊销	54	65	82	100
					公允价值变动损失	(1)	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	(31)	(30)	(33)	(40)
2010	2011E	2012E	2013E		营运资本变动	(70)	63	13	28
每股收益	0.47	0.86	1.27	1.61	其它	100	108	117	127
每股红利	0.18	0.30	0.44	0.56	经营活动现金流	482	988	1330	1674
每股净资产	4.66	5.22	6.04	7.09	资本开支	(131)	(301)	(301)	(301)
ROIC	11%	30%	117%	124%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	16%	21%	23%	投资活动现金流	(134)	(303)	(303)	(303)
毛利率	19%	21%	22%	21%	权益性融资	50	0	0	0
EBIT Margin	6%	8%	10%	10%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	9%	10%	11%	支付股利、利息	(157)	(263)	(391)	(497)
收入增长	58%	31%	28%	24%	其它融资现金流	238	113	0	0
净利润增长率	31%	84%	48%	27%	融资活动现金流	(26)	(151)	(391)	(497)
资产负债率	37%	41%	42%	43%	现金净变动	321	534	636	875
息率	0.6%	1.1%	1.6%	2.0%	货币资金的期初余额	3463	3784	4319	4954
P/E	59.7	32.5	21.9	17.2	货币资金的期末余额	3784	4319	4954	5829
P/B	6.0	5.3	4.6	3.9	企业自由现金流	309	646	986	1327
EV/EBITDA	41.1	24.6	17.0	13.5	权益自由现金流	548	782	1011	1357

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755- 82133397
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn