

社会服务行业

报告原因： 中报

2011 年 8 月 29 日

市场数据：2011 年 8 月 28 日

总股本/流通股本(亿股)	8.8/2.2
收盘价(元)	27.79
流通市值(亿元)	64
1 年内最高最低价(元)	37.50/21.3
PE/PB	39、5.86

基础数据：2011 年 6 月 31 日

资产负债率	33.62%
毛利率	21.93%
净资产收益率(摊薄)	7.60%

相关研究

分析师：加丽果

执业证书编号：S0760511010018

TEL：010-82190386

Email: jialiguo@sxzq.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

中国国旅 (601888)

免税业务增长明显

买入

维持评级

公司研究/中报点评

中报概况

- 上半年，公司实现合并主营业务收入 50.12 亿元，同比增长 27.12%，实现合并利润总额 5.05 亿元，同比增长 35.71%，实现归属母公司净利润 3.31 亿元，同比增长 44.85%。

点评

- 三亚市内免税业务给公司免税业务整体实现稳步增长“锦上添花”。上半年公司免税业务实现营业收入 17 亿元，同比增长 26%，毛利率比去年同期提高了 5.16 个百分点。免税业务盈利和收入能力都实现了稳步增长。其中，今年 4 月 20 日试营业的三亚市内免税店在只有 70 多天的营业日，实现销售收入达到 2.28 亿元，实现净利润达到 4894.06 万元，日均销售额高达 316 万元左右。下半年 180 日的营业日，估计三亚市内免税店可实现营业收入 5.7 亿，实现净利润 1.23 亿，贡献每股收益在 0.14 元，2011 年全年贡献每股收益在 0.20 元左右。假设 2012 年日均销售额变动不大的情况下，可实现营业收入在 11 亿左右，贡献每股收益在 0.28 元左右。
- 国内游和出境游收入稳步增长，入境游收入同比下滑。三游市场毛利率同比均有所下滑。上半年，公司实现出境游收入 15 亿，国内游收入 10.23 亿，入境游收入在 3.75 亿。其中出境游收入同比增长 23.59%，国内游同比增长 49.34%，入境游收入同比下滑 6.15%。三游市场毛利率水平均有所下降，入境毛利率下滑 1.52 个百分点，出境毛利率同比下滑 0.9 个百分点，国内游毛利率同比下滑 0.58 个百分点。
- 票务代理和其他服务增长喜人。票务代理业务收入突破 1 亿，比去年同期增长近 20%，其他服务业务同比增长 39%，随着海外签证中心的业务拓展逐步取得成效，其他服务还会稳步增长。
- 销售期间费用率同比有所上升。虽然免税业务毛利率同比提高了 5.16 个百分点，但是旅游服务业务由于三游市场毛利率整体下降，导致旅游服务业务毛利率水平下降 0.77 个百分点。公司的净利率水平同比只提高了 0.62 个百分点，主要是因为公司的销售期间费用率同比提高了 0.57 个百分点。



- **免税业务未来还看三亚市内免税和三亚海棠湾国际免税城。**2010年年底，中国国旅集团有限公司与海南三亚海棠湾管委会正式签署“海棠湾国际免税城”项目战略合作框架协议，但实际投资主体为股份公司。股份公司2011年度投资计划投资业务板块计划投资133,000万元，公告称主要用于旅游产业链相关业务的发展，实际133,000万元投资主要是用于三亚海棠湾国际免税城的投资，2011年计划招拍挂用地项目为785亩地，海棠湾“国际免税城”项目将是一个综合性旅游地产项目，包括购物、餐饮、娱乐、休闲等各项功能区域。其中，购物方面将包含免税和完税两种业态，而免税部分将全部由中国国旅全资子公司中国免税品(集团)总公司负责经营。三亚海棠国际免税城2010年12月奠基已完成，建筑设计正在招标，争取2011年年底开工。
- **未来景区也有进军。**在产业链的延伸方面，和景区景点也有接触，如重庆地区等，计划1年基本完成1个景区，若干年之后，景区要具有若干个。
- **风险因素：**国际经济复苏的不确定性对公司免税业务和入境业务影响较大。
- **投资建议和估值：**我们认为，公司经营模式独特，公司各项业务目前增长趋势都非常明显。首先，公司免税业务净利润占比达到90%左右，毛利率较高，垄断性强，而且未来免税业务在海南免税离岛政策刺激下盈利空间巨大，入境免税业务也有看点。其次，公司在入境游和出境游市场方面优势极大，而中国公民出境游目前主要以观光游为主，并且处于出境游需求爆发期，出境游毛利率要高于国内游，这方面公司优势明显，未来出境游相关业务增长趋势也比较明显。在国家鼓励国内旅游的政策刺激下，公司的“三游并重”发展政策定位准确。另外，我们也看好公司的政府背景，继续关注公司未来旅游投资公司投资景区的有关进展。我们维持公司2011年、2012年、2013年每股收益分别为0.67元、0.85元、0.90元的盈利预测，公司目前股价为28元，对应PE分别为42、33、31。公司未来成长趋势明显，仍保持公司“买入”评级。

投资评级的说明：

附盈利预测：

	2008 年报	2009 年报	2010 年报	2011 年中报	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
一、营业总收入(万元)	581864.32	606450.56	960762.48	505179.20	903435.66	1146149.72	1213570.30
二、营业总成本(万元)	545851.83	558745.86	898688.39	459802.33	822035.78	1043852.85	1105585.37
营业成本(万元)	456675.96	469363.17	779629.48	394380.13	705312.22	894799.09	947434.33
营业税金及附加(万元)	4827.24	4955.90	7010.80	4125.72	7378.22	9360.43	9911.04
销售费用(万元)	47054.45	47482.21	68528.30	37113.84	66402.52	84242.00	89197.42
管理费用(万元)	35846.86	35478.05	46748.07	25409.51	45442.81	57651.33	61042.59
财务费用(万元)	752.12	440.38	(3148.13)	(1182.03)	(2500.00)	(2200.00)	(2000.00)
资产减值损失(万元)	695.20	1026.16	(80.13)	(44.83)	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益(万元)	5605.36	7104.40	8903.51	4970.49	9716.10	10390.35	11111.87
投资净收益(万元)	5605.36	7104.40	8903.51	4970.49	9716.10	10390.35	11111.87
其中：对联营企业和合营企业的投资收益(万元)	5423.04	7067.99	8986.03	4808.05	9616.10	10290.35	11011.87
四、营业利润(万元)	41617.84	54809.10	70977.60	50347.35	91115.99	112687.22	119096.80
加：营业外收入(万元)	1771.71	289.94	729.33	241.98	1043.45	(1583.91)	(1896.16)
减：营业外支出(万元)	446.01	121.11	209.23	80.46	0.00	0.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失(万元)	133.28	27.43	55.17	15.57	0.00	0.00	0.00
五、利润总额(万元)	42943.53	54977.93	71497.71	50508.88	90072.54	114271.13	120992.96
减：所得税(万元)	9659.74	11352.85	16031.52	9980.81	17798.79	22580.55	23908.82
六、净利润(万元)	33283.79	43625.08	55466.19	40528.07	72273.75	91690.58	97084.14
减：少数股东损益(万元)	11161.06	12349.81	14515.04	7465.79	13313.75	16890.58	17884.14
归属于母公司所有者的净利润(万元)	22122.73	31275.27	40951.15	33062.29	58960.00	74800.00	79200.00

元)							
七、每股收益：							
基本每股收益	0.34	0.44	0.47	0.38	0.67	0.85	0.90
(元)							
总股本（万）	88000.00	88000.00	88000.00	88000.00	88000.00	88000.00	88000.00

资料来源：山西证券研究所 Wind 资讯

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。