

业绩高于预期，看好免税业务的长期发展

公司研究简报

◆事件：

发布 2011 年中期业绩，1-6 月实现营业收入和营业利润分别为 50 亿元和 5 亿元，同比分别增长 27% 和 36%；实现归属于上市公司股东净利润 3.3 亿元，同比增长 45%，实现 EPS0.38 元，业绩显著高于我们及市场预期。

◆点评：

公司业绩的超预期增长主要来自三方面：1) 三亚市内免税店受益于 4 月 20 日离岛免税业务的开辟实现收入 2.28 亿元，带动公司免税业务收入在传统免税收入仅增长 9% 的不利状况下整体增长达到 26%；报告期三亚店实现净利润 4894 万元，21.5% 的净利润率显著超出预期，三亚店与传统免税业务毛利率的提升共同带动公司免税业务毛利率提升 5.2 个百分点达到 40%。2) 公司采取有效措施积极应对日本地震及核泄漏、埃及动乱等外部环境因素和机票、门票、餐费、车费和人民币升值等价格因素的影响，报告期旅行社收入增长 26.7%、毛利率下滑 0.66 个百分点，盈利能力虽有所下降，但由于旅行社利润贡献占比在 10% 以内，因此对公司业绩的整体影响好于预期。3) 销售、管理费用同比分别增长 41%、32%，财务费用则下降 537%，均好于预期。

◆对离岛免税的判断仍偏谨慎，但看好免税、有税业务在全国的积极布局：

离岛免税业务对公司业绩的正面影响市场已经充分预期，但在三亚店的业绩影响幅度和未来海棠湾项目的判断方面存在较大差异，考虑到海南省拟自设公司经营的海口免税店对公司离岛免税业务的部分分流影响、营业面积制约、供货制约和消费者关注度，我们偏谨慎的预计 2011-2013 年三亚店的收入分别在 8.1/12.6/13.9 亿元，EPS 贡献分别为 0.21/0.36/0.40 元，而预计今年年底有望动工的海棠湾项目的开发和经营模式尚不明确，加上 2 年以上的建设期和地理位置比较偏僻，未来 3-4 年难以对业绩有所贡献。因此，我们认为公司免税业务的增长长期还是要看全国的布局、有税零售渠道的开拓等方面，目前，公司积极在广州、南京、成都、杭州、大连等一线机场的积极开拓令我们对公司的长期发展充满信心，毕竟传统免税受政策和竞争对手的影响要小于试点中的离岛免税而且基数大，对全局的影响更加重要。

◆调高盈利预测，维持“买入”评级：

由于离岛和传统免税业务的毛利率、净利率好于此前预期，因此，我们调高公司 2011 年-2013 年的业绩预测分别至 0.82 元/1.15 元/1.39 元（后期我们将根据国旅集团三亚海棠湾项目进展和公司在一线机场口岸免税、有税业务的拓展力度适时调整盈利预测），对应当前股价的动态 PE 分别为 34X/24X/20X，低于行业平均估值。鉴于公司高垄断性免税业务的高盈利能力以及在离岛免税、传统免税和有税零售方面的积极开拓，我们暂时给予公司 2012 年 30 倍 PE 的估值，对应目标价为 34.91 元，维持“买入”评级。

◆风险提示：

国家传统免税和离岛免税政策的变化将给公司经营带来显著的影响；出入境市场客流大幅下降；证券市场系统性风险。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	6,065	9,608	12,434	15,423	18,193
营业收入增长率	4.23%	58.42%	29.42%	24.03%	17.96%
净利润（百万元）	313	410	723	1,014	1,227
净利润增长率	41.37%	30.94%	76.46%	40.38%	20.95%
EPS（元）	0.36	0.47	0.82	1.15	1.39
ROE（归属母公司）	8.44%	9.98%	15.25%	18.53%	19.41%
P/E	78	60	34	24	20

买入（维持）

当前价/目标价：27.79/34.91 元

目标期限：12 个月

分析师

林玉红（执业证书编号：S0930511060002）

021-22169115

linyuh@ebsecn.com

联系人

市场数据

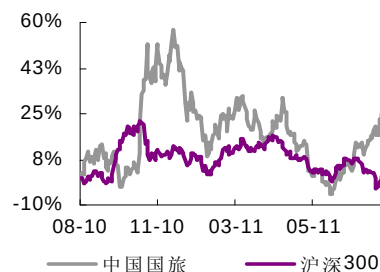
总股本(亿股)：8.80

总市值(亿元)：244.55

一年最低/最高(元)：21.31/37.50

近 3 月换手率：22.06%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.39	20.45	9.57
绝对	7.10	18.36	11.06

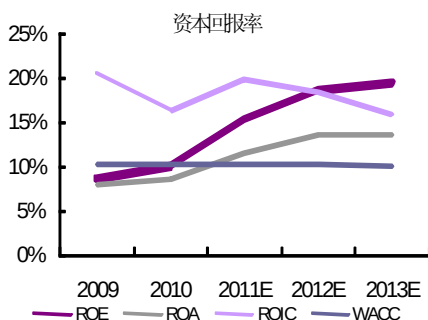
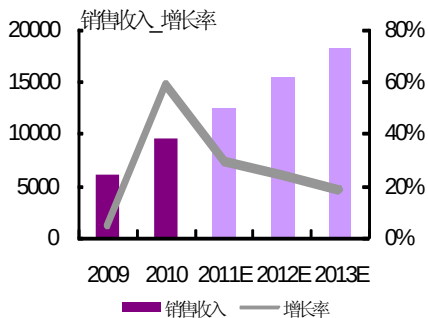
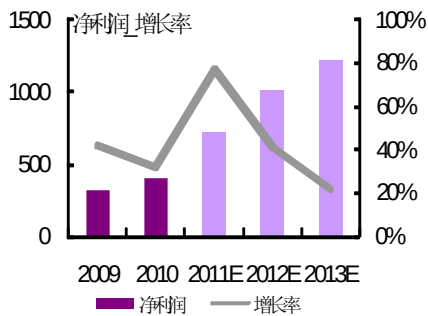
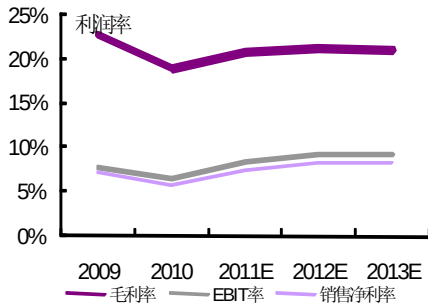
相关研报

短期利空齐聚对股价形成压力，但无碍长期价值

.....2011-02-18

延续强劲增长，业绩符合预期

.....2010-10-27



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,065	9,608	12,434	15,423	18,193
营业成本	4,694	7,796	9,867	12,160	14,382
折旧和摊销	42	90	38	65	100
营业税费	50	70	93	116	136
销售费用	475	685	858	1,018	1,183
管理费用	355	467	572	694	800
财务费用	4	-31	-14	-17	-4
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	71	89	130	187	239
营业利润	548	710	1,188	1,636	1,931
利润总额	550	715	1,188	1,636	1,931
少数股东损益	123	145	204	254	269
归属母公司净利润	312.75	409.51	722.61	1,014.41	1,226.96

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	5,499	6,482	8,076	9,431	11,087
流动资产	4,705	5,482	6,589	7,009	7,765
货币资金	3,463	3,784	3,743	3,511	3,639
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	459	738	980	1,215	1,434
应收票据	0	1	0	0	0
其他应收款	63	121	88	91	100
存货	592	590	1,480	1,824	2,157
可供出售投资	2	1	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	165	168	168	169	169
固定资产	456	544	990	1,752	2,509
无形资产	41	48	46	43	41
总负债	1,481	1,970	2,725	3,091	3,631
无息负债	1,285	1,782	2,725	3,091	3,053
有息负债	195	187	0	0	579
股东权益	4,019	4,512	5,350	6,340	7,456
股本	880	880	880	880	880
公积金	2,401	2,427	2,566	2,757	2,981
未分配利润	452	832	1,328	1,874	2,496
少数股东权益	314	409	612	866	1,135

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	162	454	785	1,026	923
净利润	313	410	723	1,014	1,227
折旧摊销	42	90	38	65	100
净营运资金增加	293	668	770	887	1,223
其他	-486	-714	-746	-940	-1,627
投资活动产生现金流	-39	-85	-567	-1,001	-1,001
净资本支出	-42	-49	600	1,000	1,000
长期投资变化	165	168	-1	-1	-1
其他资产变化	-162	-204	-1,166	-2,000	-2,000
融资活动现金流	2,207	-78	-259	-258	205
股本变化	220	0	0	0	0
债务净变化	-255	-8	-187	0	579
无息负债变化	-154	497	943	365	-38
净现金流	2,329	291	-41	-232	127

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	4.23%	58.42%	29.42%	24.03%	17.96%
净利润增长率	41.37%	30.94%	76.46%	40.38%	20.95%
EBITDA 增长率	4.81%	36.87%	59.22%	38.32%	19.52%
EBIT 增长率	32.47%	30.12%	77.16%	37.12%	17.93%
估值指标					
PE	78	60	34	24	20
PB	7	6	5	4	4
EV/EBITDA	43	34	21	16	14
EV/EBIT	47	39	22	17	15
EV/NOPLAT	61	53	30	23	20
EV/Sales	4	2	2	2	1
EV/IC	13	9	6	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	22.60%	18.85%	20.65%	21.15%	20.95%
EBITDA 率	8.56%	7.40%	8.70%	9.70%	9.83%
EBIT 率	7.87%	6.46%	8.40%	9.28%	9.28%
税前净利润率	9.07%	7.44%	9.55%	10.61%	10.61%
税后净利润率 (归属母公	5.16%	4.26%	5.81%	6.58%	6.74%
ROA	7.93%	8.56%	11.47%	13.45%	13.50%
ROE (归属母公司) (摊	8.44%	9.98%	15.25%	18.53%	19.41%
经营性 ROIC	20.52%	16.27%	19.93%	18.50%	15.94%
偿债能力					
流动比率	3.18	2.79	2.42	2.27	2.14
速动比率	2.78	2.49	1.88	1.68	1.55
归属母公司权益/有息债务	18.99	21.89	-	-	10.93
有形资产/有息债务	27.56	33.44	-	-	18.88
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.36	0.47	0.82	1.15	1.39
每股红利	0.00	0.10	0.32	0.43	0.51
每股经营现金流	0.18	0.52	0.89	1.17	1.05
每股自由现金流(FCFF)	0.15	-0.20	-0.62	-0.86	-0.98
每股净资产	4.21	4.66	5.38	6.22	7.18
每股销售收入	6.89	10.92	14.13	17.53	20.67

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

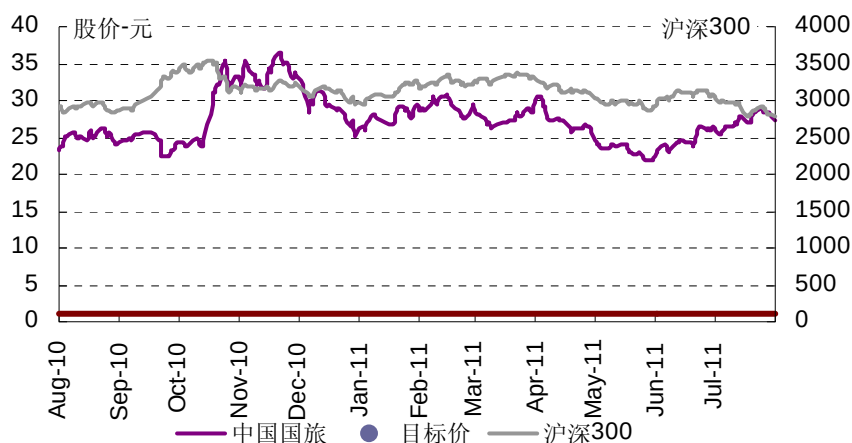
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

林玉红，上海交通大学经济学硕士、复旦大学经济学学士，2009 年加盟光大证券研究所，主要负责旅游行业研究。

投资建议历史表现图

中国国旅 (601888)



日期	股价	目标价	评级
2010-01-27	18.09	25.20	买入
2010-05-10	20.96	25.20	买入
2010-08-30	25.14	30.00	买入
2010-10-27	24.28	30.00	买入
2011-02-18	28.31	35.50	买入
2011-02-22	28.31	35.50	买入

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebscn.com