

# 免税龙头地位愈加巩固

—中国国旅(601888) 调研报告

民生精品---调研报告/旅游行业

2011 年 09 月 23 日

## 一、事件概述

近日我们调研了中国国旅(601888),就市场关心的免税品政策、新业务开展等问题与公司人员进行了交流。

## 二、分析与判断

### ➤ 免税龙头地位愈加巩固,政策有望逐步放开

全国性龙头地位得到进一步巩固,从韩国等国家的经验来看,免税集中度提高是个趋势。去年以来公司通过收购等方式,公司几家免税店由参股变成控股,一方面提高了公司业务毛利率水平,另一方面所占市场的份额将进一步增强。入境游增长乏力的情况下,国人购物成为公司增长的主要动力。国内独家经营的国人免税业务,使公司免税业务在全国的市场地位更加突出。

在市场关心的三亚店的供货问题上,三亚店主打产品香化产品的采购周期由原来的 30 天缩短到 14 天,下半年盈利能力有望进一步提高;在增值税征收问题上,上半年公司 130 多家店中,有 30 家按照 3%税率预提了增值税,其中包括三亚免税店,估计预提门店中大店比例比较大,即使其他门店追缴的话影响不大;入境免税开放方面,现有政策是已经有的入境免税店继续经营,没有新批入境店,目前公司深圳、厦门等地有入境免税店,其他地区入境免税店正在申请中。

### ➤ 旅行社业务志在长远,先做规模再求效益

旅行社业务上半年亏损 500 多万,去年全年盈利 4000 多万,部分原因在于公司的优势项目如西藏旅游业务受 60 周年大庆而停滞,现在这块业务马上重新启动。三季度是旅游旺季,旅行社业务有望扭亏为盈。旅行社业务目前和将来一段时间都不会是公司业绩的主要来源,公司的目标是先做大旅行社的规模,再逐步做强。

传统旅行社业务虽然盈利能力有限,但其庞大的客户资源具有丰厚的潜在价值。是公司开发新服务项目的重要母体,旅行社业务的发展,为公司开发景区、会展、一卡通业务、签证中心业务以及未来其他新业务提供强大的支持。

### ➤ 新项目进展不一

海外入境签证中心已有 7 个,虽然因地区不同收费略有不同,但均位于发到国家服务费用较高,未来盈利能力较为乐观;海棠湾项目尚未正式拿到土地使用证,景区投资方面可能会有突破;一卡通业务合作方拥有第三方支付的牌照,一卡通具有较强的金融属性,能够为公司带来财务费用的节省。并能在营销等方面为公司旅行社和商品业务方面提供捆绑营销等支持,形成新的盈利增长点。

## 三、盈利预测与投资建议

四季度三亚将进入旅游旺季,三亚免税店将迎来新的销售高潮。预计未来两年公司的业绩分别为 0.82 元和 1.03 元,相对目前的股价分别 33 倍和 26 倍左右的 PE,估值比较安全。由于公司存在长期政策利好,在市场中作为为数不多的奢侈品概念股在仍有很强的股价支撑,维持公司“强烈推荐”评级。

## 四、风险提示:

免税政策紧缩风险;经济大幅波动等系统性风险。

**强烈推荐** 维持评级

**合理估值:** 33 元

### 交易数据 (2011-09-22)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价(元)       | 26.83       |
| 近 12 个月最高/最低 | 37.33/21.21 |
| 总股本(百万股)     | 880.00      |
| 流通股本(百万股)    | 220.00      |
| 流通股比例%       | 25.00%      |
| 总市值(亿元)      | 236.10      |
| 流通市值(亿元)     | 59.03       |

### 该股与沪深 300 走势比较



### 分析师

分析师: 李振飞  
执业证书编号: S0100511010004  
电话: (8610)8512 7650  
Email: lizhenfei@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 16 层 100005

### 相关研究

1. 《中国国旅(601888)深度报告: 俯身掘金矿, 昂首望蓝海》2010.07
2. 《中国国旅(601888)中报暨事件点评: 盈利稳定增长, 政策逐步走近》2010.08

**盈利预测与财务指标**

| 项目/年度            | 2009A | 2010A | 2011E  | 2012E  |
|------------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 6,065 | 9,608 | 12,000 | 13,920 |
| 增长率 (%)          | 4.2%  | 58.4% | 24.9%  | 16.0%  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 313   | 410   | 653    | 821    |
| 增长率 (%)          | 31.1% | 27.1% | 51.0%  | 25.7%  |
| 每股收益 (元)         | 0.44  | 0.47  | 0.82   | 1.03   |
| PE               | --    | --    | 33     | 26     |
| PB               | --    | --    | 3.8    | 3.1    |

资料来源：民生证券研究所

## 分析师与联系人简介

李振飞，南开大学旅游管理硕士，有两年多大型咨询公司工作经验。08年加盟民生证券研究所，本人有较深的旅游行业教育背景，从事旅游行业及上市公司研究3年以上，对旅游行业有较深入的认识。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

## 机构销售

| 销售  | 负责区域 | 电话            | 手机          | 邮箱                       |
|-----|------|---------------|-------------|--------------------------|
| 尹璠  | 北京   | 010-85127761  | 18611738655 | yintang@mszq.com         |
| 郭明  | 北京   | 010-85127762  | 18601357268 | guoming@mszq.com         |
| 郭楠  | 北京   | 010-85127835  | 15801209146 | guonan@mszq.com          |
| 杜婵媛 | 北京   | 010-85127761  | 13811313398 | duchanyuan@mszq.com      |
| 杨平平 | 北京   | 010-85127761  | 15210830789 | yangpingping@mszq.com    |
| 平珂  | 上海   | 021-68885772  | 13818133101 | pingke@mszq.com          |
| 张瑜鑫 | 上海   | 021-68885790  | 13810338213 | zhangyuxin_jgxs@mszq.com |
| 陈康菲 | 上海   | 021-68885792  | 13917175055 | chenkangfei@mszq.com     |
| 朱光宇 | 上海   | 021-68885773  | 18601666368 | zhuguangyu@mszq.com      |
| 汪萍  | 上海   | 021-68885167  | 13402036996 | wangping@mszq.com        |
| 钟玲  | 上海   | 021-68885797  | 15900782242 | zhongling@mszq.com       |
| 郑敏  | 上海   | 021-68885159  | 18701944310 | zhengmin@mszq.com        |
| 万小山 | 广深   | 0755-22662056 | 13902959014 | wanxiaoshan@mszq.com     |
| 许立平 | 广深   | 020-84228173  | 18601368846 | xuliping@mszq.com        |
| 韦珂嘉 | 广深   | 0755-22667772 | 13701050353 | weikejia@mszq.com        |
| 李潇  | 广深   | 0755-22662095 | 13631517757 | lixiao@mszq.com          |
| 马炜炎 | 广深   | 0755-22662089 | 18665855545 | maweiyan@mszq.com        |
| 王仪枫 | 广深   | 0755-22662093 | 13682556787 | wangyifeng@mszq.com      |

**民生证券研究所：**

**北京：**北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

**上海：**浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

**深圳：**深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

**免责声明**

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司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。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。