

中国国旅 (601888.SH)

综合旅游行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

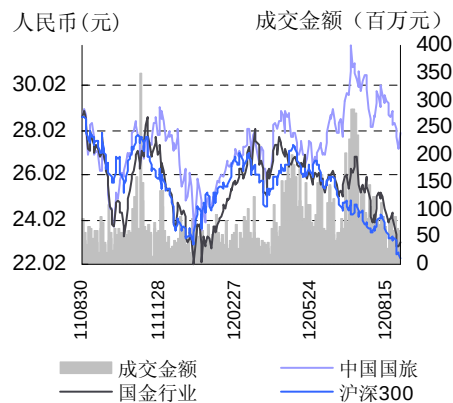
市价(人民币): 27.88元

三亚店贡献大幅增长, 出境免税店发展放缓

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	220.00
总市值(百万元)	245.34
年内股价最高最低(元)	31.81/23.52
沪深300指数	2214.81
上证指数	2053.24



相关报告

- 《连续上涨受益业绩快速增长及政策调整预期》, 2012.7.10
- 《中报业绩增长可期, 增值税政策调整增厚业绩》, 2012.7.3
- 《出境免税增长放缓系短期因素影响》, 2012.5.14

苏超 分析师 SAC 执业编号: S1130512080005
(8621)61357581
suchao@gjzq.com.cn

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.465	0.778	1.103	1.352	1.591
每股净资产(元)	4.66	5.32	6.29	7.35	8.74
每股经营性现金流(元)	0.52	0.63	1.73	1.93	2.13
市盈率(倍)	66.55	33.70	25.29	20.62	17.53
行业优化市盈率(倍)	50.89	21.76	35.82	35.82	35.82
净利润增长率(%)	30.94%	67.25%	41.66%	22.66%	17.63%
净资产收益率(%)	9.98%	14.63%	17.52%	18.41%	18.21%
总股本(百万股)	880.00	880.00	880.00	880.00	880.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中国国旅上半年实现合并营业收入 69.07 亿元, 同比增长 36.73%, 实现合并营业利润 8.23 亿元, 同比增长 63.54%, 实现净利润 6.48 亿元, 同比增长 59.95%, 实现归属母公司净利润 5.68 亿元, 同比增长 71.93%, 基本每股收益 0.646 元, 增长 71.81%。

经营分析

- 旅游服务收入增长良好, 毛利率略有下滑:** 报告期内, 公司旅游服务业务实现合并收入 42.39 亿元, 同比增长 31.08%; 毛利率为 10.79%, 较上年同期下降 0.79 个百分点。从分业务收入增速上看, 入境游业务有所反弹, 出境游市场仍保持加快发展。
- 出境免税店发展放缓, 免税业务毛利率变化基本符合预期:** 上半年, 公司免税业务实现 24.89 亿元收入, 增长 46.37%, 其中仍有部分增长是三亚免税店同期增加经营期所致。海口海关统计数据显示, 上半年三亚免税店销售额为 9.96 亿元, 以此推算, 出境免税店收入为 14.93 亿元, 同比增长 1.4%, 但考虑到今年零售业务 4% 增值税免于征收, 出境免税业务收入在可比口径存在略有下滑的可能。免税业务毛利率为 44.79%, 同比增加 4.82 个百分点, 鉴于零售业务 4% 增值税的免缴, 整体免税业务毛利率的增长基本符合预期。我们此前判断, 上半年三亚免税店对部分商品进行折扣促销, 在一定程度上压缩了毛利率; 但同时考虑到今年整体采购的规模效应有望对毛利率的同比提升产生积极作用, 或将抵消部分促销活动影响。
- 有税商品销售业务大幅增长, 仍具较大发展空间:** 上半年, 公司有税商品销售业务实现收入 1.26 亿元, 增长 62.52%, 毛利率 32%, 降低 0.5 个百分点。报告期内, 公司成功中标深圳机场、杭州机场、西安机场等多个标段的特许经营权。

盈利调整

- 我们预计 7-8 月份出境游市场整体表现良好, 综合考虑中报信息后, 暂时维持国旅 2012~2014 年 1.103 元、1.352 元和 1.591 元的每股盈利预测。

投资建议

- 目前, 海南离岛免税政策调整预期依然存在, 而从中长期来看, 中免作为中国出境旅游快速增长、免税品经营政策不断放松最主要的受益者, 未来仍具广阔的发展空间。目前股价对应 25.29x12PE, 我们继续维持对公司的“买入”投资评级。

图1：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	6,065	9,608	12,695	15,361	17,517	19,890
增长率		58.4%	32.1%	21.0%	14.0%	13.5%
主营业务成本	-4,694	-7,796	-10,062	-12,081	-13,820	-15,741
% 销售收入	77.4%	81.1%	79.3%	78.6%	78.9%	79.1%
毛利	1,371	1,811	2,633	3,281	3,697	4,149
% 销售收入	22.6%	18.9%	20.7%	21.4%	21.1%	20.9%
营业税金及附加	-50	-70	-106	-115	-131	-149
% 销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-475	-685	-909	-1,052	-1,086	-1,154
% 销售收入	7.8%	7.1%	7.2%	6.9%	6.2%	5.8%
管理费用	-355	-467	-663	-737	-788	-875
% 销售收入	5.9%	4.9%	5.2%	4.8%	4.5%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	492	588	955	1,376	1,692	1,971
% 销售收入	8.1%	6.1%	7.5%	9.0%	9.7%	9.9%
财务费用	-4	31	31	17	9	4
% 销售收入	0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	-10	1	-2	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	71	89	97	100	115	137
% 税前利润	12.9%	12.5%	9.0%	6.7%	6.3%	6.5%
营业利润	548	710	1,081	1,492	1,815	2,111
营业利润率	9.0%	7.4%	8.5%	9.7%	10.4%	10.6%
营业外收支	2	5	5	5	5	5
税前利润	550	715	1,087	1,497	1,820	2,116
利润率	9.1%	7.4%	8.6%	9.7%	10.4%	10.6%
所得税	-114	-160	-251	-346	-419	-476
所得税率	20.6%	22.4%	23.1%	23.1%	23.0%	22.5%
净利润	436	555	835	1,151	1,401	1,640
少数股东损益	123	145	150	181	211	240
归属于母公司的净利润	313	410	685	970	1,190	1,400
净利率	5.2%	4.3%	5.4%	6.3%	6.8%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	436	555	835	1,151	1,401	1,640
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	66	86	110	352	300	319
非经营收益	-54	-119	-106	-82	-103	-115
营运资金变动	-287	-71	-288	102	97	33
经营活动现金净流	162	451	552	1,523	1,695	1,877
资本开支	-75	-168	-1,109	-1,139	-2,524	-1,302
投资	-18	-23	-9	-125	-250	-230
其他	53	106	48	100	115	137
投资活动现金净流	-39	-85	-1,070	-1,164	-2,659	-1,395
股权募资	2,558	50	79	-61	0	0
债权募资	-249	-9	51	-239	740	-542
其他	-101	-122	-231	27	-111	-290
筹资活动现金净流	2,208	-82	-102	-273	630	-832
现金净流量	2,331	285	-620	86	-334	-350

来源：公司数据，国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	3,463	3,784	3,197	3,284	2,950	2,600
应收款项	522	860	1,059	1,220	1,248	1,264
存货	592	590	897	827	833	863
其他流动资产	129	248	501	546	555	569
流动资产	4,705	5,482	5,654	5,877	5,586	5,295
% 总资产	85.6%	84.6%	73.5%	66.7%	50.7%	44.4%
长期投资	176	201	228	353	603	833
固定资产	456	550	583	1,718	4,129	5,257
% 总资产	8.3%	8.5%	7.6%	19.5%	37.5%	44.0%
无形资产	91	171	1,148	808	616	478
非流动资产	794	999	2,043	2,941	5,423	6,641
% 总资产	14.4%	15.4%	26.5%	33.3%	49.3%	55.6%
资产总计	5,499	6,482	7,696	8,818	11,009	11,937
短期借款	195	187	245	1	739	196
应付款项	1,178	1,611	2,003	2,317	2,447	2,535
其他流动负债	104	168	295	304	489	406
流动负债	1,477	1,966	2,543	2,622	3,675	3,137
长期贷款	0	0	0	2	4	6
其他长期负债	3	4	3	3	3	3
负债	1,481	1,970	2,546	2,628	3,683	3,145
普通股股东权益	3,705	4,103	4,680	5,539	6,464	7,689
少数股东权益	314	409	470	651	862	1,102
负债股东权益合计	5,499	6,482	7,696	8,818	11,009	11,937

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.355	0.465	0.778	1.103	1.352	1.591
每股净资产	4.211	4.663	5.318	6.295	7.345	8.737
每股经营现金净流	0.245	0.516	0.627	1.731	1.926	2.133
每股股利	0.000	0.100	0.100	0.100	0.300	0.200
回报率						
净资产收益率	8.44%	9.98%	14.63%	17.52%	18.41%	18.21%
总资产收益率	5.69%	6.32%	8.90%	11.00%	10.81%	11.73%
投入资本收益率	9.26%	9.71%	13.60%	17.08%	16.14%	16.99%
增长率						
主营业务收入增长率	4.23%	58.42%	32.13%	21.01%	14.03%	13.55%
EBIT增长率	31.26%	19.68%	62.26%	44.11%	22.93%	16.54%
净利润增长率	41.37%	30.94%	67.25%	41.66%	22.66%	17.63%
总资产增长率	82.08%	17.86%	18.74%	14.58%	24.84%	8.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.2	22.7	21.3	20.0	18.0	16.0
存货周转天数	42.0	27.7	27.0	25.0	22.0	20.0
应付账款周转天数	51.5	34.6	31.6	30.0	28.0	25.0
固定资产周转天数	27.4	20.7	15.7	16.3	18.7	35.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-81.32%	-79.72%	-57.33%	-53.00%	-30.12%	-27.28%
EBIT利息保障倍数	111.7	-18.7	-30.5	-80.9	-188.0	-554.8
资产负债率	26.92%	30.39%	33.08%	29.80%	33.45%	26.35%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	1	8	10	33
增持	0	3	4	5	16
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.75	1.44	1.39	1.35

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

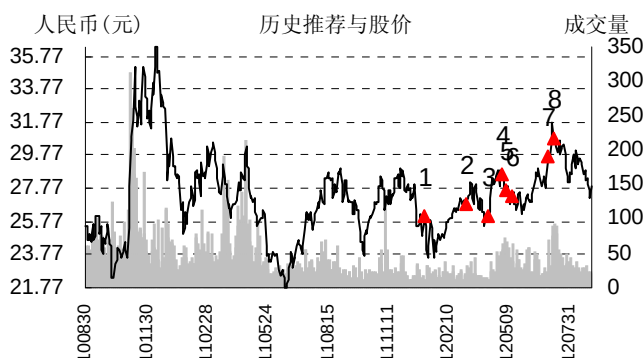
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-01-03	增持	26.14	N/A
2 2012-03-05	增持	26.81	33.00 ~ 35.00
3 2012-04-09	增持	26.09	33.00 ~ 36.30
4 2012-04-26	增持	28.62	35.20 ~ 37.70
5 2012-05-04	增持	27.70	N/A
6 2012-05-14	增持	27.30	33.60 ~ 36.00
7 2012-07-03	买入	29.69	33.50 ~ 35.50
8 2012-07-10	买入	30.82	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B