

买入 维持

中国国旅 (601888)

2015年1月29日

2014年业绩符合预期，后续诸多看点

2015年1月28日收盘价：45.83元

6个月目标价：58元

社会服务业分析师：林周勇
SAC 执业证书编号：S0850511050002
lzy6050@htsec.com
021-23219389

事件

2014年业绩快报：收入199亿元，增长14%；权益利润14.54亿元，增长12.3%；EPS 1.49元（我们预计1.52元），业绩符合预期。

点评

- 2014年Q4业绩增长提速，主要缘于三亚海棠湾购物中心：**2014年第四季度收入增长12%，营业利润增长31%，权益利润增长55%；除了收入增速低于前三季度外（大概率是旅行社业务收入增速进一步放缓），营业利润增速、权益利润增速显著高于前三季度。由于权益利润增速显著高于营业利润增速，几乎可以判断：海棠湾免税购物中心（2014年9月开业，全资）成为拉动业绩增长的最关键因素。
- 2015年业绩较快增长将持续；15PE 24倍，有估值支撑。**我们预计，海棠湾免税购物中心2015年销售额有望达55亿元，同比增长约45-50%，将有效拉动2015年业绩较快增长；仅考虑现有业务，预计2015-16EPS 1.92、2.21元，分别同比增长29%、15%。
- 后续有诸多看点：**
 - （1）靓丽的财报，从一季报开始；
 - （2）中免商城大幕已拉开，公司零售业务从服务特定人群向服务13亿中国人延伸，但市场期待很低；
 - （3）首都机场免税店2015年到期，浦东机场免税店2016年到期（目前均由日上免税运营，我们预计2014年销售额超过10亿欧元，规模比中免大），招标有望陆续启动，中免迎来新的机遇，市场对此期待同样很低；
 - （4）一带一路、中国东盟关系升级，边境贸易和交流将更为密切，边境免税/异国免税为中免带来新的机遇。
- 建议积极买入，目标价58元。**

目前股价基本没有包含中免商场/首都浦东机场免税店招标等预期；换句话说，未来超预期概率较大。建议积极买入，按15PE30倍，6个月目标价58元。

风险提示：海棠湾免税销售低于预期，突发事件，税收体制或电商的可能影响。

表 1 2014 年总体经营情况

百万元	2014Q4	2013Q4	同比	2014 年	2013 年	同比	2014Q1-3	2013Q1-3	同比
营业总收入	5,363	4,799	12%	19,899	17,448	14%	14,536	12,649	15%
营业总成本		4,533			15,662		12,850	11,129	15%
营业成本		3,719			13,290		11,030	9,571	15%
营业税金及附加		55			199		159	144	10%
销售费用		430			1,427		1,149	997	15%
管理费用		336			827		526	491	7%
财务费用		-24			-100		-20	-76	-74%
资产减值损失		17			19		7	2	300%
其他经营收益		13			108		86	94	-8%
投资净收益		13			108		86	94	-8%
其中：对联营/合营企业投资收益		13			97		72	83	-13%
营业利润	367	280	31%	2,139	1,894	13%	1,772	1,614	10%
加：营业外收入		18			69		19	51	-63%
减：营业外支出		2			5		3	3	-24%
利润总额	378	296	28%	2,167	1,957	11%	1,788	1,661	8%
减：所得税		84			472		436	388	12%
净利润		212			1,485		1,352	1,273	6%
减：少数股东损益		42			190		160	148	8%
归属于母公司所有者的净利润	262	169	55%	1,454	1,295	12%	1,192	1,125	6%

资料来源：公司 2014 年业绩快报，2014 年季报，2013 年年报

信息披露

分析师声明

林周勇：社会服务业。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：华侨城 A、中国国旅、中青旅、锦江股份、金陵饭店、三特索道、宋城股份、湘鄂情、峨眉山、黄山旅游、丽江旅游、桂林旅游、张家界、华天酒店、首旅股份等。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。