



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务：旅游

旷实

证券投资咨询业务证书编号：S1300513100001
(8610) 6622 9343
shi.kuang@bocichina.com

中国国旅：厚积薄发，风物长宜放眼量

事件：

中国国旅(601888.CH/人民币 56.50, 买入)发布公告称：公司因接到控股股东中国国旅集团有限公司有关筹划涉及公司部分股权转让相关事项的通知，公司股票于 2015 年 3 月 16 日起停牌。2015 年 6 月 3 日，公司接到国旅集团的通知，鉴于上述重大事项较为复杂，审批周期存在不确定性，实施条件尚不完全成熟，从保护全体股东利益的角度出发，经审慎考虑，国旅集团决定终止筹划本次重大事项。公司及国旅集团承诺：自本公告之日起 3 个月内不再筹划前述重大事项。经公司申请，公司股票于 2015 年 6 月 4 日开市时复牌。

点评：

1、大势所趋，国企改革仍然值得期待：一方面，从公司层面分析——公司股票自 3 月 16 日停牌接近 3 个月之久，力图在混合所有制改革方面有所突破。虽然由于各种原因，短期终止筹划本次重大事项，但公司公告的表述口径是“**鉴于上述重大事项较为复杂，审批周期存在不确定性，实施条件尚不完全成熟，从保护全体股东利益的角度出发，经审慎考虑，国旅集团决定终止筹划本次重大事项**”。此次终止的主要原因在于重大事项较为复杂（我们判断重大事项涉及的资产规模较大，交易结构较为复杂），审批周期存在不确定性，实施条件尚不完全成熟，但并未否认后续合适时机重启混合所有制改革的可能性；另一方面，从宏观政策环境分析——近期国企改革相关的事件不断，5 月底广州推出国企改革方案，央企合并的另一对重头组合国核和中电投合并又获重大推进，种种迹象表明国企改革正在稳步推进，自上而下的政策效应仍然值得期待。

2、传统免税以及离岛免税高增长，下半年政策突破可能性大：三亚免税店 2015 年 1 季度实现营收 16.89 亿元，其中免税营收 16 亿元（同比增长 33%，剔除会计记账差异，三亚免税店免税营收同比增长接近 40%，主要由于去年 1 季度返券计入收入，而今年 1 季度返券直接从收入扣除）。我们预计 2015 年 1-5 月，海棠湾免税店免税销售额接近 22 亿元，预计上半年合计免税销售额 25 亿元左右。同时，我们预计传统免税渠道 2015 全年销售额增速仍可保持 10% 以上，传统免税和离岛免税总体经营态势良好。政策层面：我们预计下半年免税政策突破（海南离岛免税和传统免税渠道均存在极大突破空间）是大概率事件，包括离岛免税购买方式、设立入境免税店等。

3、 短期待补涨行情，长期期待经营突破，维持买入评级：公司公告6月4日复牌，我们从短期和长期两个维度分析公司的股价空间。**短期来看：**2015年3月16日至6月3日，中信餐饮旅游板块指数累计涨幅108.72%，目前板块对应2015E-2017E的平均市盈率为66倍、53倍、45倍。我们预计国旅2015-2017年每股收益1.93元、2.45元、2.89元，公司停牌前股价(51.36元)对应2015-2017年市盈率分别为27倍、21倍、18倍，距离板块平均估值存较大差距，我们看好国旅短期的补涨行情。**长期来看：**公司后续催化剂包括入境免税店、离岛免税电商、跨境电商（中免商城）、传统免税渠道的外延式扩张（首都机场+海外免税店扩张等）、可能重启的国企改革等。我们坚定看好公司“免税电商+跨境电商+旅游电商”的平台化架构以及央企层面的资源优势和牌照优势。公司经营数据超预期以及政策催化剂等均有望带来市值的大幅提升，维持目标市值800亿元和目标价82.00元（对应2015年预期每股收益42倍），维持买入评级。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371