

动态报告/公司快评

旅游休闲

中国国旅 (601888)

推荐

旅游综合

公告快评

(维持评级)

2010年9月16日

变更募集资金投向，押注海南国际旅游岛

分析师：廖绪发

邮件：liaoxf@guosen.com.cn

电话：021-60875168

SAC 执业证书编号：S0980209080424

联系人：刘智景

邮件：liuzjing@guosen.com.cn

电话：021-60933148

事项：

中国国旅公告变更部分募集资金项目实施地点和实施方式。

评论：

■ 变更募集资金投向，继续押注海南国际旅游岛

9月15日，中国国旅股东大会高票通过《关于变更部分募集资金投资项目实施地点和实施方式的议案》。本次变更共涉及三个募集资金投资项目，共涉及募集金额3.43亿元，具体包括：（1）原计划由中免公司投入2.71亿元分别在大连、厦门、青岛设立免税店，拟变更为向已设立的三亚市内免税店进行增资；（2）原计划由国旅总社投入1亿元分别在北京、沪、深设立商务会奖旅游子公司，转投向国旅北京会展公司；（3）原计划由国旅总社投入2.06亿元增资或新设子公司，拟变更实施地点。我们认为，以上（2）和（3）是国旅总社出于实际业务需要而做出的变更，而项目（1）则显示了中国国旅继续押注海南国际旅游岛、迎接即将通过的国人离岛免税政策的决心。依照我们在前期报告《免税业深度专题之一》的测算，静态地看，若保守地以09年三亚凤凰机场吞吐量794万人次、渗透率10%、人均消费100美元测算，在国人免税政策出台伊始，三亚市内免税店年销售规模在8000万美元左右，而随着三亚游客量的快速上升，免税店的渗透率、人均消费也能有较大的提升，三亚免税店在成熟之后有望达到2-5亿美元。应该说，该政策若出台，将对中国国旅三亚市内免税店产生持续、长远的推动作用。

■ 央企重组大潮将至，免税业或可借此机会进一步提高集中度

7月23日，国资委召开中央企业负责人会议召开，新一轮的央企重组被提上议事日程。国资委主任李荣融表示，以组建国新资产管理公司为契机，今年要把央企由125家调整到100家以内。此次考核中排名较后的25家央企中，包括拥有出国人员免税店业务的中国出国人员服务总公司（下称“中出服”），将很有可能成为重组的对象。9月5日，国务院进一步发文《关于促进企业兼并重组的意见》，提出央企重组需“提高产业集中度，促进规模化、集约化经营”。这让我们想到在2006年央企重组时，即有报道称“中旅集团或将与中国出国人员服务公司合并”。国资委对此次重组的定位是，如果一部分需进行重组的企业能找到“婆家”，可不纳入国新资产。中出服最重要的业务之一即经营出国人员市内免税店，在上海、北京、重庆、大连等城市有多家门店，长期以来，该公司需要由外部供应商供货，加上市场化运作能力较弱，因而效益一直居央企后位。在各大央企中，中国国旅与中出服业务最为相近。中出服拥有针对出境游客、外交人员、留学人员等人群的入境免税店经营资格，而中免公司在免税业的垄断地位（但仅拥有少量入境店牌照）、强大的采购及供货系统，及其多年的市场化运作经验，都能与中出服形成良好的协同效应。

因此，我们关注此中蕴含的重组机会，若整合恰当，重组能产生较大的价值。

■ 中国拥抱免税业黄金十年，继续推荐中国国旅，目标价 30 元

我们在 9 月 13 日发布的《免税品行业深度专题之二》中指出，中国免税店行业已具备了拥抱黄金十年的三大条件：（1）中国免税品行业已经起步；（2）中国免税店运营商运营经验趋于成熟，为市场起飞做好准备；（3）在出国游、奢侈品高速发展时期，国家有可能出台鼓励免税品国内消费的政策。中国免税业在未来十年中将有持续的投资机会，而三亚免税店只是中国免税店黄金时期成长故事的一段。

我们维持对中国国旅全年业绩的预测：2010 年全年收入估计为 83 亿，同比增长 38%，其中旅行社收入 54 亿，同比增长 46%；中免收入 28 亿，同比增长 25%；2010 年全年净利润估计为 4.47 亿（其中中免贡献 3.7 亿左右），同比增长 43%，EPS 为 0.51 元。2011 年的业绩完全取决于国人离岛免税政策的推出与否及具体细则。我们在不考虑该政策出台的情况下测得 2011 年的 EPS 为 0.63 元（维持），同比增长 23%。我们在之前的系列推荐报告中提出“若三亚免税店能从明年初开始起享受国人离岛免税政策，2011 年业绩将有望增厚 0.2 元至 0.83 元，目前看来可能是保守的估计。而且国人离岛免税政策出台之后，三亚免税店销售将为中国国旅带来持续的强劲的增长动能。鉴于国人离岛免税政策目前在政策制定层面可研报告已经获得批准，目前处于细则制定阶段，年内出台可能性极大，我们认为，未来几年中国国旅有望盈利业绩高速增长的阶段。目标价在 30 元，重申“推荐”评级。

表 1: 中国国旅分业务分析

百万元	2006A	2007A	2008A	2009A	1H09	1H10
入境游						
营业收入	1456	1672	1084	837	302	400
YoY		14.9%	-35.2%	-22.8%		32.5%
毛利率	13.7%	14.7%	18.3%	17.48%	19.21%	15.00%
出境游						
营业收入	1102	1329	1421	1439	594	1210
YoY		20.6%	6.9%	1.3%		103.7%
毛利率	7.6%	6.9%	7.3%	8.95%	8.75%	7.85%
国内游						
营业收入	805	1062	951	1169	413	695
YoY		31.9%	-10.4%	22.8%		68.3%
毛利率	5.80%	7.07%	6.07%	5.71%	7.26%	7.05%
票务代理						
营业收入	146	171	173	141	65	89
YoY		17.1%	1.4%	-18.7%		36.5%
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他旅游服务						
营业收入	130	105	38	161	44	168
YoY		-19.2%	-64.1%	327.0%		281.8%
毛利率	78.5%	81.9%	16.4%	9.3%	13.6%	18.5%
免税业务						
营业收入	1216	1622	1972	2220	1137	1350
YoY		33.4%	21.5%	12.6%		18.7%
毛利率	30.8%	29.8%	33.2%	37.1%	36.4%	34.8%
有税业务及其他						
营业收入	97	82	160	65	28	41
YoY		-15.5%	95.5%	-59.5%		45.4%
毛利率	58.7%	52.4%	28%	38%	38%	36%
旅行社收入合计						
	3638	4339	3668	3747	1418	2562
YoY		19%	-15%	2%		81%
旅行社毛利合计	578	668	540	498	211	324
旅行社毛利率	15.9%	15.4%	14.7%	13.3%	14.9%	12.6%
中免集团收入合计						
	1313	1704	2132	2284	1165	1391
YoY		30%	25%	7%		19%
中免集团毛利合计	431	527	700	848	425	485
中免集团毛利率	32.8%	30.9%	32.8%	37.1%	36.4%	34.9%

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

表 2：假设政策出台，中免公司三亚市内免税店规模测算（亿美元）

三亚凤凰机场客流量（2009，万人次）		人均消费（美元）									
		初期假设基准									
		50	100	150	200	250	300	350	400	450	500
渗透率	5%	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0
	10%	0.4	0.8	1.2	1.6	2.0	2.4	2.8	3.2	3.6	4.0
	15%	0.6	1.2	1.8	2.4	3.0	3.6	4.2	4.8	5.4	6.0
	20%	0.8	1.6	2.4	3.2	4.0	4.8	5.6	6.4	7.1	7.9
	25%	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	6.9	7.9	8.9	9.9
	30%	1.2	2.4	可能的成熟区范围			7.1	8.3	9.5	10.7	11.9
	35%	1.4	2.8	4.2	5.6	6.9	8.3	9.7	11.1	12.5	13.9
	40%	1.6	3.2	4.8	6.4	7.9	9.5	11.1	12.7	14.3	15.9
	45%	1.8	3.6	5.4	7.1	8.9	10.7	12.5	14.3	16.1	17.9
	50%	2.0	4.0	6.0	7.9	9.9	11.9	13.9	15.9	17.9	19.9
	55%	2.2	4.4	6.6	8.7	10.9	13.1	15.3	17.5	19.7	21.8
	60%	2.4	4.8	7.1	9.5	11.9	14.3	16.7	19.1	21.4	23.8
	65%	2.6	5.2	7.7	10.3	12.9	15.5	18.1	20.6	23.2	25.8
	70%	2.8	5.6	8.3	11.1	13.9	16.7	19.5	22.2	25.0	27.8

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: 中国国旅分部盈利预测

		2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入		4854	5961	5800	6031	8312	9688	11228
	yoy		50%	11%	9%	70%	36%	35%
旅行社		3542	4257	3668	3747	5465	6170	6901
	Yoy		20.2%	-13.8%	2.1%	45.9%	12.9%	11.9%
中免集团		1313	1704	2132	2284	2847	3519	4327
	yoy		29.8%	25.1%	7.2%	24.6%	23.6%	23.0%
毛利合计		912	1113	1240	1346	1678	2025	2426
	yoy		22%	11%	9%	25%	21%	20%
旅行社		481	586	540	498	676	763	845
	yoy		22.0%	-7.9%	-7.8%	35.7%	12.9%	10.8%
	毛利率	13.6%	13.8%	14.7%	13.3%	12.4%	12.4%	12.2%
中免集团		431	527	700	848	1002	1262	1581
	yoy		22.2%	32.9%	21.2%	18.1%	25.9%	25.3%
	毛利率	32.8%	30.9%	32.8%	37.1%	35.2%	35.9%	36.5%
净利润		142	217	221	313	447	557	724
			53%	2%	41%	43%	25%	30%
旅行社		36	45	38	27	74	90	102
	Yoy		25%	-16%	-30%	177%	22%	14%
中免集团		126	192	204	296	375	485	629
	yoy		52%	6%	45%	27%	29%	30%
其他（含本部）		(20.0)	(20.0)	(20.5)	(9.8)	(2.1)	(17.7)	(6.6)
EPS			0.33	0.34	0.36	0.51	0.63	0.82

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。