

证券研究报告—调研简报

旅游休闲

旅游

中国国旅（601888）

推荐

（维持评级）

2011年5月13日

股价已基本反映短期利空 投资价值凸显

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003

事项：

近日，在一季报增速低于预期、三亚免税店出售过期化妆品、海南获得本土免税品经营资质传闻获批等利空消息影响下，公司股价伴随大盘下行出现约15%的下跌。我们认为公司目前股价已基本反映短期利空因素，公司核心投资价值并未出现明显改变，因此目前已呈现较好的介入时机。

评论：

■ 我们认为相关利空因素已基本被消化，三亚免税店经营实效将是下一阶段决定股价走势的核心因素

今年一季度，公司净利润同比仅增长6.71%。但免税业务收入同比仍有约20%增长，业绩增速显著下滑的主要原因在于1季度受境外多重不利因素影响，入境游业务和出境游业务因收容量下滑、订金损失等造成业绩下滑显著，且1季度海南国人离岛免税政策仍未推出。我们认为随着时间推移，入境游业务和出境游业务将逐渐恢复正轨，旅行社业务对净利润增速影响将渐趋小。此外，由于三亚免税店的妥善处理，占比极少的过期商品事件虽短期对公司有一定声誉影响，但借此完善流程管理后将更有利于促进免税店的长期发展。海口免税市场（短期就是美兰机场免税店）经营权旁落此前市场已有预期，在目前基本尘埃落定后，二级市场也已进行了反映。

■ 三亚免税市场相对海口免税市场有其自身独特优势，中免公司深挖三亚市场也已足够支撑其未来高增长

2010年，三亚凤凰国际机场旅客吞吐量达到929.4万人次，海口美兰机场旅客吞吐量为877.4万人次。我们认为，三亚重在休闲度假客流，海口主要面向商务客流。虽然海口市场经营权旁落确实会降低中免公司的未来想像空间，但从实际经营角度来看，目前三亚市场已处于严重的供不应求的状态。因此从理性角度来看，中免尽全力做好三亚市场，最大限度满足现有客户需求就将给中免带来巨大的机遇。而且，在增加一个竞争对手的情况下，反而一方面有利于海南免税市场品牌的壮大另一方面又带来良性竞争，我们可以乐观其成。再者，免税品终端零售价格特征决定了双方互打价格战的可能性不大（稍许的价格差别不足为奇），而中免公司近30年的免税行业经营经验则是其立于不败之地的良好保障。

■ 三亚免税店日均营业额400万以上可以预期，未来仍有较好的提升空间

我们认为目前市场关心重点已聚焦在中免的供货能力以及接待能力上。从4月20日试营业以来，居高不下的客流以及“抢白菜”一般的购物热情充分展示了国人强大的购买力。目前市场对于三亚免税店部分承接国外转移至海外的2000亿元消费蛋糕最大的忧虑就是供货能力以及接待能力。试营业以来，三亚免税店日均客流和日均购买人数处于相对稳定状态，日营业额我们预计也基本稳定在400-500万元水平（日均购买人数2000-2500人次，人均购买金额约2000元），而这参杂了供货较为紧张和正处淡季等因素。即使在未来几个月三亚的最淡季，根据三亚既往的月度

客流规律，即使进店客流有略微下滑，购物人数也将处于相对稳定（因货源、门店布局等多种原因前期进店购物率较低，因此进店人数参考意义有限）。而且随着公司进货周期的加快，有针对性引进新的品牌，今后日均营业额保持 400 万底线应该是可以预期的。如果相关供货能力和接待能力出现明显改善，则日均营业额明显上浮可以期待。我们预期 2012 年日均营业额可达 500 万元。

■ 三亚免税店盈利能力极有可能强于中免过往免税业务，且净利润率将随收入提升而提升

虽然三亚免税店相关商品价格略低于机场免税店，但由于没有毛利率较低的烟酒产品，因此国人离岛市内免税店的销售毛利率达到 35%-40% 问题不大。而目前三亚免税店的固定成本加人工，估计在 4000-6000 万之间。以 10 亿元营业额计算，期间费用率约 4%-6%。再考虑 24%-25% 的所得税率，则净利润率理论上可达 20% 以上，高于现有免税业务 15%-18% 的净利润率。营业额越高，固定成本（装修费摊销及租金）占比越低，净利润率也相应越高。以中免公司合营/联营的珠海市中免免税品有限责任公司和深圳市中免免税品有限责任公司为例。2010 年，珠海中免营业额 5.39 亿元，净利润率 27.19%；深圳中免营业额 2.39 亿元，净利润率 25.97%。上述两个公司的盈利能力明显超过中免公司整体水平。

■ 海南国人离岛免税政策后续松绑空间也值得关注

目前，三亚免税店单价 5000 元以上商品处于相对滞销状态，这与目前不近合理的行邮税政策有关。又限件又按零售价征收行邮税本身达不到回流国人境外购买力的初衷，因此后续政策如何演绎值得重点关注。一旦出现较宽松的销售政策，则三亚免税店的收入空间就会被打开。此外，提货方式（从机场扩展到码头）、销售品种（增加烟酒商品等）、额度次数规定等都有调整空间。

■ 中国国旅仍存诸多隐性利好

经营面积超 5 万平米的海棠湾国际免税城 1 期已于 2011 年 1 月奠基，有望 2012 年年底开业；广州白云机场入境免税店牌照申请正在进行之中，乐观预期年内成行，后续机场口岸将从出境免税店逐渐向出境免税店和入境免税店并举模式演进，市场空间巨大；并购中出服市内免税店存在可能性；2015-2016 年上海北京机场免税店开始新一轮招投标；国旅投资公司在旅游资源获取上不断取得进展。

■ 经过前期下跌，目前股价已经具备较好的安全边际，维持“推荐”投资评级

在仅考虑现有经营业务基础上，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.81、1.17、1.53 元，三亚免税店分别增厚 0.20、0.37、0.46 元。我们认为，公司将是我国经济结构调整大变革背景下最为受益的投资标的之一，其内生性增长与外延扩张均极具看点。我们坚定看好公司的业绩增长和投资价值。公司未来三年复合增长率约为 49%。公司目前股价对应 2011 年动态 PE 32 倍，已具有较好的安全边际。考虑到公司良好的成长性以及诸多潜在利好，给予公司 1 年期目标价 40 元，维持“推荐”投资评级。公司未来一段时间股价催化因素来自于全国出入境游数据的超预期表现、三亚免税店经营持续向好以及相关隐性利好提前兑现。

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。

风险提示:

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。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。